LAST UPDATE【2015/10/08】

VOYAGE GROUP｜3688｜

Research Report by Shared Research Inc.

当レポートは、掲載企業のご依頼により株式会社シェアードリサーチが作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

LAST UPDATE【2015/10/08】

目次

要約 ---- **3**
主要経営指標の推移 ---- **4**
直近更新内容 ---- **5**
概略 ---- 5
業績動向 ---- **9**
四半期実績推移 ---- 9
2015 年 9 月期の会社計画 ---- 15
経営戦略及び中長期見通し ---- 17
事業内容、市場とバリューチェーン ---- **30**
事業概要 ---- 30
事業セグメント ---- 34
SW（Strengths, Weaknesses）分析 ---- 53
財務諸表他 ---- **54**
過去の業績 ---- 54
損益計算書 ---- 63
貸借対照表 ---- 65
キャッシュフロー計算書 ---- 67
その他の情報 ---- **68**
沿革 ---- 68
ニュース＆トピックス ---- 68
トップマネジメント及び社外取締役 ---- 70
配当方針 ---- 71
大株主（2014 年 9 月末時点） ---- 71
主なグループ会社（2015 年 1 月末時点） ---- 72
従業員数（2014 年 12 月末時点） ---- 72
企業概要 ---- 73

要約

事業概要

同社はインターネット領域に特化したサービス開発企業。現在は、メディア（例えばYahoo！などのWebサイト）側の立場で広告収益の最大化を支援するアドテクノロジー事業（2014年9月期売上高構成比49%）、ポイントサイト「ECナビ」を擁するメディア事業（同44%）の2つを主力事業とする。特に前者の成長が業績を牽引している。

1999年の設立以来、様々な事業変遷を経てきたが、ここ数年はインターネット広告におけるプログラマティック取引市場（広告在庫のオンライン上での自動取引）が急速に拡大するなかで、1）SSP（ネットメディアの広告収益最大化を図るプラットフォーム）、2）スマートフォン向けアドネットワーク事業が同社業績の急成長を牽引。そして、既存事業が生む潤沢なキャッシュフローを用いて更なる成長のための新規サービスの開発を積極的に模索している。

中長期戦略

年率20%成長を一つの目標に、長期的には売上高1,000億円超を目指す

同社は中期計画を公表していないが、売上高の年率20%成長を一つの目標として、中長期的に安定して成長していきたいとしている。メディア事業を安定成長軌道に乗せ、アドテクノロジー事業を大きくスケールアップし、そして第3、第4の柱を作ることで、継続的に20%成長を可能にするというもの。

また、長期的（5年～10年の時間軸）には売上高1,000億円超を目指しているとみられる。高い目標を掲げる一方で、現状のインターネット広告市場のバリューチェーンだけでは1,000億円の達成は難しいとも認識しており、eコマースなど他のバリューチェーンを自社もしくはM&Aによって確立していきたいとしている。事業別の戦略は、以下。

アドテクノロジー事業

経営資源を集中的に投入し、1）PC向け広告市場ではSSP業界トップの地位を維持しつつプログラマティック取引市場拡大の恩恵を享受し、2）広告需要が急速に高まっているスマートフォンにおいては、2a）現在主流のファンコミュニケーションズ（東証1部2461）のアドネットワーク（広告を配信するネットワーク）「nend」への対抗軸として同社アドネットワーク「Zucks Ad Network」を早期に拡大すべく、また、2b）SSPにおいてもスマートフォンアプリ向け強化によって市場成長の恩恵を獲得すべく、更なる取組を進めている。

メディア事業

自社販促メディアは安定成長を狙ってスマートフォン対応を強化している。新たに、自社コンテンツメディアを立ち上げ、既存の自社メディアとのシナジー（ユーザの回遊）を図ることで、メディア事業全体として、5～10%程度の成長を狙っている。

VOYAGE GROUP＞主要経営指標の推移　LAST UPDATE【2015/10/08】

主要経営指標の推移

損益計算書（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予	FY09/13 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/14 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/15 Q1	Q2
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**2,123**	**2,356**	**2,552**	**2,825**	**3,451**	**3,833**	**3,965**	**3,797**	**4,275**	**4,465**
YoY	2.7%	21.1%	52.6%	19.6%	0.6%	15.7%	31.7%	37.7%	62.5%	62.7%	55.4%	34.4%	23.9%	16.5%
粗利益	3,292	3,844	5,962		812	878	1,011	1,143	1,459	1,540	1,500	1,463	1,663	1,679
粗利率	40.5%	39.0%	39.6%		38.3%	37.3%	39.6%	40.4%	42.3%	40.2%	37.8%	38.5%	38.9%	37.6%
販管費	3,290	3,307	4,081		805	647	860	995	1,013	994	1,037	1,038	1,101	1,108
YoY	-	0.5%	23.4%		-1.8%	-22.7%	1.7%	26.4%	25.9%	53.6%	20.5%	4.2%	8.7%	11.5%
販管費率	40.4%	33.6%	27.1%		37.9%	27.5%	33.7%	35.2%	29.4%	25.9%	26.1%	27.3%	25.8%	24.8%
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**8**	**231**	**150**	**147**	**446**	**546**	**464**	**425**	**561**	**571**
YoY	-99.6%	24,423.2%	250.6%	22.3%	-91.8%	2,821.4%	-261.8%	-2,423.9%	5,681.4%	136.3%	208.4%	188.8%	25.9%	4.6%
営業利益率	0.0%	5.4%	12.5%	12.8%	0.4%	9.8%	5.9%	5.2%	12.9%	14.2%	11.7%	11.2%	13.1%	12.8%
営業外損益	2	-7	10	-					3	9	-24	23	35	-1
内、金融収益	5	5	6						-1	3	3	2	-	7
内、持分法投資損益	-	-19	-10						-2	5	-6	-7	-10	25
他、営業外損益	-3	6	14						2	5	-14	-7	2	-32
経常利益	**4**	**529**	**1,891**	**2,300**					**448**	**555**	**439**	**448**	**596**	**570**
YoY	-	13,093.5%	257.3%	21.7%					-	-	-	-15.2%	32.9%	-
経常利益率	0.0%	5.4%	12.6%	12.8%					13.0%	14.5%	11.1%	11.8%	13.9%	12.8%
特別損益	-21	-19	-11						-	-14	7	-3	-3	-11
税率	-589.5%	39.4%	41.3%						37.7%	38.8%	38.1%	51.1%	38.9%	36.3%
少数株主損益	-32	0	10						-6	-2	10	8	9	15
当期利益	**-152**	**310**	**1,114**	**1,350**					**273**	**328**	**286**	**225**	**371**	**371**
YoY	-	-	259.8%	-					-	-	-	-27.2%	35.8%	12.9%
当期利益率	-1.9%	3.1%	7.4%	7.5%					7.9%	8.6%	7.2%	5.9%	8.7%	8.3%
一株あたり指標														
期末発行済株式数（百万株）	13.4	13.4	11.1		-	-	-	-	10.6	10.6	10.6	11.1	11.1	11.3
期中平均株式数（百万株）	-	12.9	10.6		-	-	-	-	10.4	10.5	10.6	11.1	11.1	11.1
BPS（円）	100,366	157	376		-	-	-	-	185	236	288	376	404	432
EPS（円）	-7,237.9	24.0	104.8	122.1	-	-	-	-	26.3	31.3	27.1	20.1	33.6	33.1
EPS（希薄化後、円）	-	-	92.9		-	-	-	-	-	-	-	-	30.0	29.4
DPS（円）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
貸借対照表（百万円）														
流動資産	4,770	4,939	7,729		-	-	-	4,939	5,116	5,831	6,280	7,729	7,499	8,089
現金・預金・有価証券	3,203	2,843	5,085		-	-	-	2,843	2,524	3,275	3,944	5,085	4,686	5,191
売上債権	870	1,156	1,535		-	-	-	1,156	1,539	1,675	1,536	1,535	1,652	1,743
棚卸資産	104	401	425		-	-	-	401	486	302	215	425	510	498
その他流動資産	593	538	683		-	-	-	538	566	578	585	683	651	657
有形固定資産	152	142	194		-	-	-	142	136	157	158	194	186	208
無形固定資産	137	213	210		-	-	-	213	198	174	189	210	201	212
投資その他の資産	726	1,151	1,830		-	-	-	1,151	1,481	1,754	2,148	1,830	1,721	1,772
内、投資有価証券	535	987	1,658		-	-	-	987	1,316	1,582	1,977	1,658	1,539	1,538
資産合計	5,786	6,445	9,963		-	-	-	6,445	6,930	7,916	8,774	9,963	9,607	10,280
流動負債	2,980	4,000	4,963		-	-	-	4,000	4,190	4,552	4,777	4,963	4,336	4,620
買入債務	386	422	603		-	-	-	422	483	533	558	603	676	691
短期有利子負債	319	658	310		-	-	-	658	636	633	631	310	267	218
ポイント引当金	1,944	2,284	2,577		-	-	-	2,284	2,387	2,456	2,516	2,577	2,611	2,654
その他流動負債	330	635	1,472		-	-	-	635	685	930	1,071	1,472	783	1,057
固定負債	395	573	602		-	-	-	573	542	623	722	602	557	538
長期有利子負債	264	293	83		-	-	-	293	239	176	121	83	71	58
その他	131	280	519		-	-	-	280	303	447	601	519	486	480
純資産	2,410	1,872	4,398		-	-	-	1,872	2,198	2,741	3,275	4,398	4,713	5,122
株主資本	1,961	1,121	3,391		-	-	-	1,121	1,396	1,775	2,062	3,391	3,760	4,185
評価換算差額	207	506	770		-	-	-	506	554	716	974	770	708	688
少数株主持分	242	244	236		-	-	-	244	246	248	238	236	245	249
負債資本合計	5,786	6,445	9,963		-	-	-	6,445	6,930	7,916	8,774	9,963	9,607	10,280
キャッシュフロー計算書（百万円）														
営業活動によるCF	-46	653	2,126											
投資活動によるCF	-168	1,129	-350											
財務活動によるCF	198	-746	579											
財務諸表														
有利子負債	583	951	393		-	-	-	951	875	810	751	393	337	276
ネットキャッシュ	2,619	1,892	4,692		-	-	-	1,892	1,649	2,466	3,192	4,692	4,349	4,914
ROA（総資産経常利益率）		8.7%	23.0%											
ROE（自己資本純利益率）		16.3%	38.5%											
流動比率	160.1%	123.5%	155.7%		-	-	-	123.5%	122.1%	128.1%	131.5%	155.7%	172.9%	175.1%
固定比率	46.8%	92.6%	53.7%		-	-	-	92.6%	93.1%	83.7%	82.2%	53.7%	47.2%	45.0%
自己資本比率	37.5%	25.2%	41.8%		-	-	-	25.2%	28.1%	31.5%	34.6%	41.8%	46.5%	47.4%

出所：会社資料よりSR作成

直近更新内容

概略

2015年10月8日、株式会社VOYAGE GROUPは、株式会社ゴールドスポットメディアの第三者割当増資引受（持分法適用関連会社化）に関して発表した。（リリース文へのリンクはこちら）

第三者割当増資引受の背景

株式会社ゴールドスポットメディア（以下、GSM社）は、マルチデバイス向けリッチメディア広告及び動画広告の制作・配信プラットフォームを提供する米国法人GoldSpot Media, Inc.（以下、米GSM）の日本法人として2013年8月に設立された。日本国内で20社を超える広告配信事業者との連携による広告在庫を強みに、エンターテインメント・一般消費財・自動車等の幅広い業種のナショナルクライアントに対するサービス提供を行っている。2015年9月にはGSM社の経営陣がマネジメント・バイアウト（MBO）を行い米GSMの保有する全株式を取得しており、独立経営による迅速な経営判断や日本独自のサービス開発によるさらなる事業成長を目指している。

日本国内の動画広告市場は、通信環境の整備やスマートフォンの普及等によるインターネット動画視聴利用の増加を背景に拡大を続けており、株式会社サイバーエージェント公表の「国内動画広告の市場動向調査」によると、2014年の国内動画広告市場は前年比97%増の311億円となり、2017年には880億円に達すると予想されている。

同社は、今後の市場拡大が見込まれるリッチメディア（動画を含む)広告分野への事業領域拡大のため、動画広告プラットフォームを運営するGSM社の第三者割当増資を引き受け、同社を持分法適用関連会社化することとした。これにより、両社の有するテクノロジー、顧客基盤、ノウハウ等を活用した事業の開発等、新たな取り組みを進めるとしている。

第三者割当増資の概要

株式引受契約締結日	2015年10月16日（予定）
第三者割当増資引受実行日：	2015年10月23日（予定）
発行株式数：	普通株式100株
発行価額：	1株につき1,000,000円
GSM社の調達資金額：	100百万円

第三者割当増資引受に伴い、同社連結子会社fluctの土井健取締役がGSM社の取締役になる予定である。なお、同社では連結業績への影響について、現時点では軽微であると見込んでいるものの、中長期的な業績の向上に繋がるものと考えている。

2015年10月2日、同社は、アドテクノロジー事業の主要連結子会社fluct（2015年10月1日より旧社名adingoから変更）が、Google社が新設した認定代理店制度「サイト運営者向けGoogle認定パートナー」に認定されたことを発表した。fluct社では認定を受けて、今後は顧客先であるメディアに対して様々な分野で肌理細やかなサポートが提供可能になるとのこと。（リリースへのリンクはこちら）

同社はアドテクノロジー事業として、2008年からメディアの収益化に取り組み、SSP「Fluct」のほか、「Google

AdSense認定パートナープログラム」の開始と同時に参画したGoogle AdSense認定パートナーとして「Google AdSense」、2015年より提供を開始した「DoubleClick Ad Exchange」なども活用し、6,000以上のメディアの広告収益最大化を行ってきた。「サイト運営者向けGoogle認定パートナー」への認定は、これまで認定パートナーとしてfluctがメディアに対して行なってきたプロダクトの導入支援や導入後の最適化、機能を最大限利用するためのコンサルティング、またポリシー順守といった専門的なサポートと、それらを行なった結果メディアが得られた実績とが評価されたものであるとしている。

「サイト運営者向けGoogle認定パートナー」としてメディアに提供するプロダクト

・「Google AdSense」
・「DoubleClick Ad Exchange」

「サイト運営者向けGoogle認定パートナー」に認定されることでメディアに提供できるメリットの例

・専任の担当者がAdSenseを運用
・通常アカウントでは実装できないAdSense製品の提案
・AdSense広告コード実装のサポート
・日々の運用をレポーティング
・収益の改善／平均eCPMの向上
・ポリシー違反の管理と再審査を代行
・運用ノウハウの共有
・Googleが提供するアドサーバのDFP（DoubleClick for Publishers）の導入支援

2015年9月10日、同社は、配当予想の修正（東証一部指定記念配当）及び株主優待制度の導入を発表した。
（リリースへのリンクはこちらとこちら）

配当予想の修正

2015年9月8日に東証一部銘柄に指定されたことから、一部指定を記念して2015年9月期末配当を従来の一株あたり10円から、記念配当10円を加えて計20円とする見込みであることを発表。2015年12月開催予定の定時株主総会において付議される予定である。

株主優待制度の導入

同社では、1）同社グループが提供するサービスを実際に利用、2）同社グループの事業への理解、3）同社株式への投資魅力を高めて中長期的に同社株式を保有する株主の増加を図ること、などを目的に株主優待制度の導入を決定した。

対象となる株主は、毎中間期末（3月31日）・毎期末（9月30日）現在の株主名簿に記載、または記録された1単元（100株）以上を保有している株主。

株主優待の内容は、株主1名につき一律に、同社子会社VOYAGE MARKETINGが提供するデジタルギフトサービス「ギフピー」（https://gifpy.jp/）で利用可能なギフトカード1,000円相当の贈呈。当該ギフトコードは「ギフピー」を通じて、Amazonギフト券やiTunesギフト等のデジタルギフトへの交換が可能。また、現金、電子マネー、Tポイントや Suicaポイント、ANAやJALのマイル等の様々なサービスへと交換できる、VOYAGE MARKETINGが運営す

るポイント交換プラットフォーム「Pex」（http://pex.jp）のデジタルギフトへも交換が可能である。

2015年9月1日、同社は、東京証券取引所市場第一部指定承認に関して発表した。
(リリースへのリンクはこちら)

同社の株式は、2015年9月1日に東京証券取引所の承認を受け、2015年9月8日をもって東京証券取引所マザーズ市場から東京証券取引所市場第一部銘柄に指定されることとなった。

2015年8月26日、同社は、SSP広告取引流通総額に関する調査を株式会社シード・プランニング デジタルインファクト（以下「デジタルインファクト社」）と共同で行い、その結果を発表した。
(リリースへのリンクはこちら)

調査によると、2015年のSSP広告取引流通総額は前年比35.1%増の277億円、スマートフォン向け流通の普及により順調に拡大し、2018年には434億円に拡大すると予測している。

調査対象：国内プログラマティック広告市場関連事業者（DSP、SSP、アドエクスチェンジなど）
調査方法：VOYAGE GROUPおよびデジタルインファクトが保有するデータ、事業者ヒアリング、公開情報
調査期間：2015年4～7月
調査主体：株式会社VOYAGE GROUP、調査機関：デジタルインファクト

調査結果のポイント

プログラマティック取引市場の拡大に合わせSSP広告取引流通総額が順調に拡大

SSPは、インターネット広告流通が多様化し、媒体社のインターネット広告運用における効率化需要の高まりに伴い、過去数年間で着実に普及が進み、近年は海外大手事業者によるサービスの提供も行われている。一方、市場競争の高まりにより、大手事業者主導のもと市場再編も進んでいる。

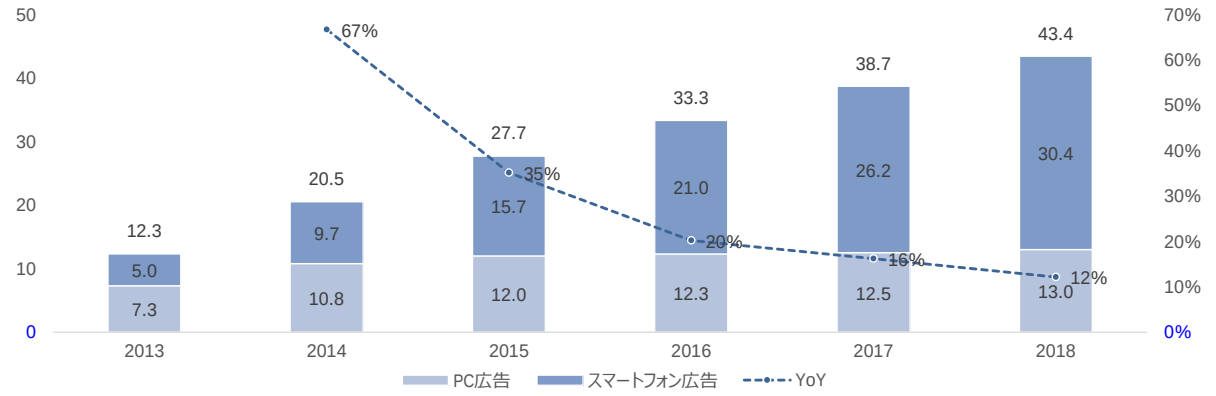
SSPの広告取引流通総額は、市場拡大が続くプログラマティック取引市場の中で、DSPやアドネットワークなど複数の取引チャネルから広告配信を受け、過去継続して拡大を続けてきた。調査では2018年のプログラマティック市場におけるSSP取引流通額は、434億円規模に達すると予想。要因として、1）牽引役がPC向け広告に代わって主にスマートフォン向け広告となることが予想されること、2）広告フォーマットとして、動画広告やネイティブ広告など新しいタイプの広告流通が増加し、取引流通額の増加が見込まれること、をあげている。

2015年のプログラマティック取引市場は、前年比約20%増の2,250億円と予想

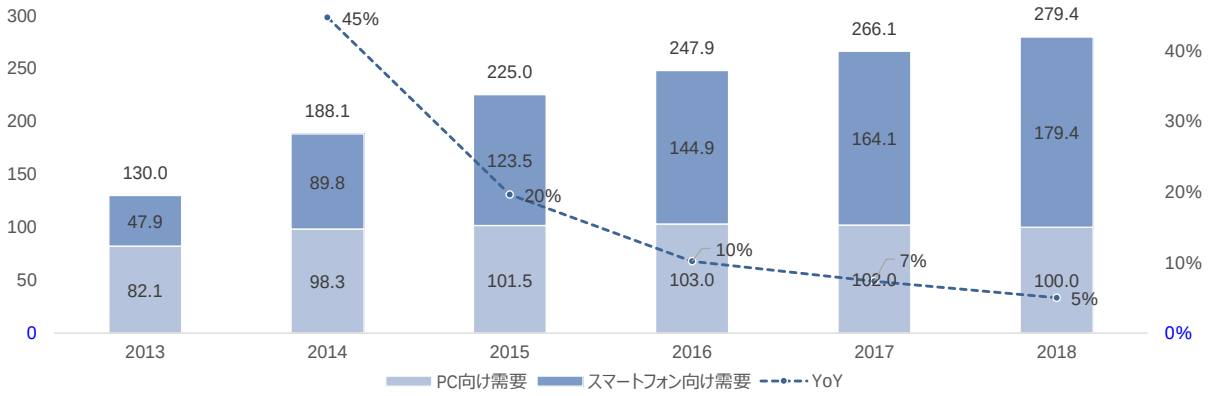
2011年頃より普及が進んだプログラマティック取引市場（広告の1表示毎にリアルタイムでオークション/入札で広告を選択するシステム）は、PC向け需要が一巡し、近年はスマートフォン向け需要が拡大し、その成長を牽引している。調査によると、2015年の市場規模は前年比19.6%増の2,250億円と順調な拡大を予想。デバイス別には、PC向け需要が前年比3.2%増の1,015億円、スマートフォン向けが前年比37.5%増の1,235億円と予想している。

VOYAGE GROUP＞直近更新内容　LAST UPDATE【2015/10/08】

SSP広告取引流通総額予測（十億円）



プログラマティック取引市場規模予測（十億円）



出所：会社資料よりSR作成（2015年8月26日プレスリリース）

2015年8月7日、同社は、連結子会社VOYAGE SYNC GAMES（出資比率80%、以下VSG社）が香港市場に上場するオンラインゲームの開発・運営事業をグローバルに展開するIGG Inc.（本社：シンガポール、代表者：蔡宗建（Duke Cai））とパートナーシップを締結したことを発表した。VSG社は、IGG社にとってソーシャルゲームにおける初の日本のパートナーとして、IGG社のスマートフォンゲームのローカライズ及びパブリッシングを通して日本展開を支援していく、としている。（リリースの内容はこちら）

> IGG社は、2013年10月香港市場に上場し、「Castle Clash」や「 Clash of Lords シリーズ」などの人気スマートフォンゲームをはじめ、200以上の国と地域にてオンラインゲーム事業を展開している（2015年8月現在）。App Annieが2015年3月に発表した、2014年の年間売上トップ52パブリッシャーランキングでは、IGG社が全世界29位、中国2位となった。

2015年7月29日、同社への取材を踏まえてレポートの内容を更新した。

2015年7月22日、同社は、2015年9月期第3四半期決算、及び配当予想の修正（初配）を発表した。
（リリースへのリンクはこちら：決算短信、説明資料、配当予想の修正（初配））

３か月以上経過した会社発表はニュース＆トピックスへ

業績動向

四半期実績推移

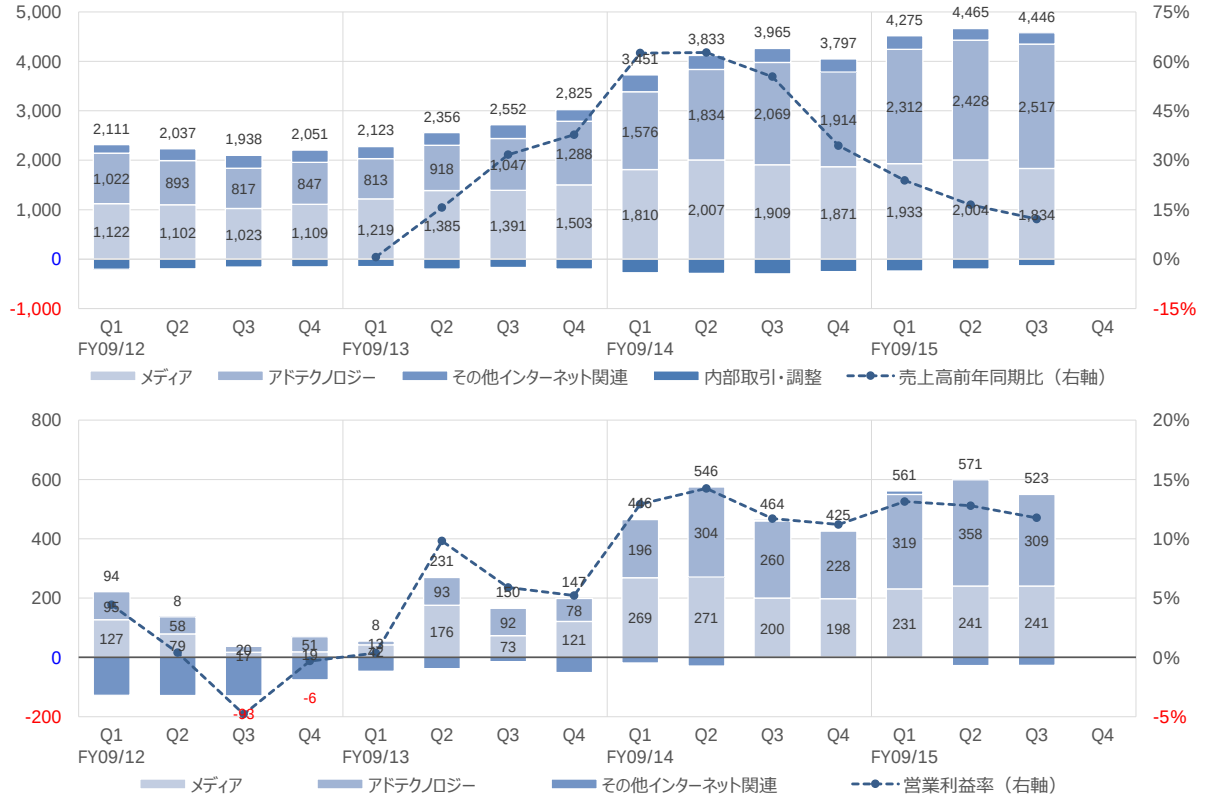
損益計算書（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予	FY09/13 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/14 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/15 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/15 進捗率
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**2,123**	**2,356**	**2,552**	**2,825**	**3,451**	**3,833**	**3,965**	**3,797**	**4,275**	**4,465**	**4,446**		**73.3%**
YoY	2.7%	21.1%	52.6%	19.6%	0.6%	15.7%	31.7%	37.7%	62.5%	62.7%	55.4%	34.4%	23.9%	16.5%	12.1%		
売上総利益	**3,292**	**3,844**	**5,962**	**-**	**812**	**878**	**1,011**	**1,143**	**1,459**	**1,540**	**1,500**	**1,463**	**1,663**	**1,679**	**1,624**		
総利益率	**40.5%**	**39.0%**	**39.6%**	**-**	**38.3%**	**37.3%**	**39.6%**	**40.4%**	**42.3%**	**40.2%**	**37.8%**	**38.5%**	**38.9%**	**37.6%**	**36.5%**		
販管費	3,290	3,307	4,081	-	805	647	860	995	1,013	994	1,037	1,038	1,101	1,108	1,101		
人件費					482	484	491	497	534	521	573	576	600	573	645		
広告宣伝費					99	89	146	187	213	188	195	158	159	198	131		
その他					223	74	224	311	267	285	269	303	342	335	323		
YoY	-	0.5%	23.4%	-	-1.8%	-22.7%	1.7%	26.4%	25.9%	53.6%	20.5%	4.2%	8.7%	11.5%	6.2%		
販管費比率	40.4%	33.6%	27.1%	-	37.9%	27.5%	33.7%	35.2%	29.4%	25.9%	26.1%	27.3%	25.8%	24.8%	24.8%		
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**8**	**231**	**150**	**147**	**446**	**546**	**464**	**425**	**561**	**571**	**523**		**72.0%**
YoY	-99.6%	24,423.2%	250.6%	22.3%					5,681.4%	136.3%	208.4%	188.8%	25.9%	4.6%	12.8%		
営業利益率	0.0%	5.4%	12.5%	12.8%	0.4%	9.8%	5.9%	5.2%	12.9%	14.2%	11.7%	11.2%	13.1%	12.8%	11.8%		
のれん償却前営業利益	**14**	**548**	**1,888**		**8**	**231**	**150**	**159**	**448**	**548**	**465**	**427**	**563**	**571**	**546**		
YoY		3,927.0%	244.2%						5,704.1%	137.0%	209.5%	168.0%	25.7%	4.3%	17.3%		
営業利益率	0.2%	5.6%	12.5%		0.4%	9.8%	5.9%	5.6%	13.0%	14.3%	11.7%	11.2%	13.2%	12.8%	12.3%		
営業外損益	2	-7	10	-				-7	3	9	-24	23	35	-1	-8		
金融収支	5	5	6	-				5	-1	3	3	2	-	7	2		
為替差損益	-7	-3	28	-				-3	4	-4	-8	35	43	-1	14		
持分法投資損益	-	-19	-10	-				-19	-2	5	-6	-7	-10	-6	-23		
その他	3	10	-13	-				10	2	5	-14	-7	2	-1	-2		
経常利益	**4**	**529**	**1,891**	**2,300**				**529**	**448**	**555**	**439**	**448**	**596**	**570**	**515**		**73.1%**
YoY	-	13,093.5%	257.3%	21.7%								-15.2%	32.9%	2.8%	17.2%		
経常利益率	0.0%	5.4%	12.6%	12.8%				18.7%	13.0%	14.5%	11.1%	11.8%	13.9%	12.8%	11.6%		
特別損益	-21	-19	-11					-19	-	-14	7	-3	-3	-11	-13		
法人税等	-102	201	776					-201	-169	-210	-170	-227	-231	-203	-232		
税率	-589.5%	39.4%	41.3%					39.4%	37.7%	38.8%	38.1%	51.1%	38.9%	36.3%	46.3%		
少数株主損益	-32	0	10					0	-6	-2	10	8	9	15	12		
当期利益	**-152**	**310**	**1,114**	**1,350**				**310**	**273**	**328**	**286**	**225**	**371**	**371**	**282**		**75.9%**
YoY	-	-	259.8%	-								-27.2%	35.8%	12.9%	-1.5%		
当期利益率	-1.9%	3.1%	7.4%	7.5%				11.0%	7.9%	8.6%	7.2%	5.9%	8.7%	8.3%	6.3%		

セグメント別（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予	FY09/13 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/14 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/15 Q1	Q2	Q3	Q4	FY09/15 進捗率
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**2,123**	**2,356**	**2,552**	**2,825**	**3,451**	**3,833**	**3,965**	**3,797**	**4,275**	**4,465**	**4,446**		**73.3%**
メディア事業（内部取引含む）	4,356	5,499	7,597	8,000	1,219	1,385	1,391	1,503	1,810	2,007	1,909	1,871	1,933	2,004	1,834		72.1%
自社メディア事業	3,979	5,127	6,234		1,135	1,302	1,306	1,383	1,549	1,653	1,543	1,488	1,479	1,532	1,446		
ECナビ・PeX	2,773	3,509	4,233		800	894	908	907	1,000	1,100	1,069	1,064	1,116	1,098	1,167		
その他自社メディア	1,207	1,618	2,001		335	408	398	476	549	553	474	424	363	433	278		
マーケティングソリューション	377	372	1,363		84	83	85	120	261	354	366	383	453	472	388		
QAU	81	90	101		86	90	92	93	98	101	103	104	103	109	110		
推定ARPU（四半期ベース）	1,226	1,421	1,537		330	363	355	371	395	409	375	359	360	351	329		
アドテクノロジー事業（同）	3,579	4,066	7,393	9,800	813	918	1,047	1,288	1,576	1,834	2,069	1,914	2,312	2,427	2,517		74.0%
SSP売上高	917	2,310	4,909		364	498	650	797	961	1,172	1,472	1,304	1,610	1,717	1,801		
PC	601	1,167	1,987		165	287	338	377	414	512	572	490	524	492	528		
スマートフォン	315	1,142	2,922		199	212	312	420	547	661	900	814	1,085	1,225	1,273		
Fluctの配信imp数（億）	712	1,258	2,283		250	224	341	443	470	552	593	669	725	731	769		
eCPM（推定）	12.9	18.4	21.5		14.6	22.2	19.1	18.0	20.5	21.3	24.8	19.5	22.2	23.5	23.4		
その他事業（同）	917	1,018	1,177	1,200	246	256	283	234	343	283	284	266	273	234	232		61.6%
YoY	**2.7%**	**21.1%**	**52.6%**	**19.6%**	**0.6%**	**15.7%**	**31.7%**	**37.7%**	**62.5%**	**62.7%**	**55.4%**	**34.4%**	**23.9%**	**16.5%**	**12.1%**		
メディア事業（内部取引含む）		26.2%	38.2%	5.3%	8.6%	25.7%	36.0%	35.5%	48.5%	44.9%	37.2%	24.5%	6.8%	-0.1%	-3.9%		
自社メディア事業		28.8%	21.6%		11.8%	29.9%	38.2%	36.2%	36.5%	26.9%	18.2%	7.6%	-4.5%	-7.3%	-6.3%		
ECナビ・PeX		26.6%	20.6%		15.9%	29.3%	30.2%	30.8%	25.1%	23.0%	17.7%	17.2%	11.6%	-0.2%	9.1%		
その他自社メディア		34.1%	23.7%		3.0%	31.2%	60.5%	47.7%	63.8%	35.4%	19.2%	-10.9%	-33.8%	-21.7%	-41.4%		
マーケティングソリューション		-1.4%	266.6%		-21.5%	-16.5%	9.3%	28.6%	210.3%	328.2%	329.5%	219.1%	73.9%	33.4%	6.2%		
QAU		11.2%	12.4%		10.1%	8.2%	13.1%	13.2%	14.0%	12.8%	11.8%	11.0%	5.0%	7.8%	6.9%		
推定ARPU（四半期ベース）		15.9%	8.2%		1.5%	20.0%	22.1%	20.3%	19.7%	12.5%	5.7%	-3.1%	-9.0%	-14.0%	-12.4%		
アドテクノロジー事業（同）		13.6%	81.8%	32.6%	-20.4%	2.8%	28.1%	52.0%	93.8%	99.7%	97.7%	48.6%	46.7%	32.4%	21.6%		
SSP売上高		152.0%	112.5%		84.6%	136.9%	201.8%	171.5%	163.8%	135.2%	126.4%	63.6%	67.6%	46.5%	22.3%		
PC		94.1%	70.2%		-3.7%	70.7%	164.2%	181.5%	150.7%	78.5%	69.0%	29.8%	26.7%	-3.8%	-7.7%		
スマートフォン		262.2%	155.8%		666.8%	398.0%	256.9%	163.0%	174.6%	211.9%	188.8%	94.0%	98.4%	85.4%	41.4%		
Fluctの配信imp数（億）		76.7%	81.5%		258.1%	80.8%	45.9%	55.7%	87.8%	146.2%	73.9%	51.0%	54.3%	32.5%	29.7%		
eCPM（推定）		42.6%	17.1%		-48.4%	31.0%	106.8%	74.4%	40.5%	-4.5%	30.2%	8.3%	8.6%	10.5%	-5.7%		
その他事業（同）		11.0%	15.5%		43.8%	7.6%	9.6%	-6.6%	39.7%	10.7%	0.5%	13.7%	-20.4%	-17.3%	-18.4%		
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**8**	**231**	**150**	**147**	**446**	**546**	**464**	**425**	**561**	**571**	**523**		**72.0%**
メディア事業（内部取引含む）	242	413	938	860	42	176	73	121	269	271	200	198	231	241	241		82.8%
アドテクノロジー事業（同）	223	275	987	1,470	13	93	92	78	196	304	260	228	319	358	309		67.1%
その他事業（同）	-462	-152	-45	-30	-47	-38	-15	-51	-19	-29	3	-0	12	-28	-27		143.1%
営業利益率	**0.0%**	**5.4%**	**12.5%**	**12.8%**	**0.4%**	**9.8%**	**5.9%**	**5.2%**	**12.9%**	**14.2%**	**11.7%**	**11.2%**	**13.1%**	**12.8%**	**11.8%**		
メディア事業（内部取引含む）	5.5%	7.5%	12.3%	10.8%	3.5%	12.7%	5.3%	8.0%	14.9%	13.5%	10.5%	10.6%	11.9%	12.0%	13.1%		
アドテクノロジー事業（同）	6.2%	6.8%	13.4%	15.0%	1.6%	10.2%	8.8%	6.0%	12.4%	16.6%	12.6%	11.9%	13.8%	14.8%	12.3%		
従業員数	**273**	**255**	**289**		**277**	**266**	**254**	**255**	**261**	**264**	**290**	**289**	**292**	**291**	**342**		
メディア事業	48	48	74		53	48	49	48	49	55	68	74	75	76	121		
アドテクノロジー事業	84	96	110		83	87	94	96	99	101	114	110	106	101	106		
その他	97	76	71		102	94	79	76	75	71	72	71	74	74	72		
全社（共通）	44	35	34		39	37	32	35	38	37	36	34	37	40	43		
エンジニア・制作	-	-	136		-	-	-	-	-	-	132	136	135	133	152		
営業・コンサルタント	-	-	52		-	-	-	-	-	-	53	52	51	49	74		
バックオフィス	-	-	27		-	-	-	-	-	-	28	27	27	30	36		
マネジメント	-	-	19		-	-	-	-	-	-	21	19	21	22	25		
海外現地雇用	-	-	55		-	-	-	-	-	-	56	55	58	57	55		

出所：会社資料よりSR作成

2015年9月期第3四半期（2015年7月22日発表）

四半期売上高（上表）営業利益（下表）推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

第3四半期業績概要：スマートフォン向けが業績を牽引。今後の継続的な配当実施方針を発表

アドテクノロジー事業が業績拡大基調を継続

第３四半期（Q3）の業績は、前同比12.1%増の売上高4,446百万円、と、10四半期連続で二桁成長を継続。営業利益は同12.8%増（のれん償却前では17.3%増）の523百万円となった。費用面では、新入社員やKauli社の連結子会社化（5月より）による人件費増、のれんの増加等の先行費用が発生したものの、広告宣伝費の抑制など販管費がコントロールされた結果、営業利益率は11.8%（のれん償却前12.3%）と前年同期並みを維持した。

セグメント別には、1）メディア事業では主力自社メディアが堅調に推移、商品構成の見直し等が進み営業利益が増益に転じ、2）アドテクノロジー事業はスマートフォン向けが引き続き業績を牽引し費用増をこなして増益基調を継続した。但し、ゲームメーカの広告出稿量に抑制傾向がみられ、その影響を受けている点に留意したい。

通期会社計画は売上・営業利益はハードルがやや高いが、当期利益は達成可能な見通しとのこと

同日開催の決算説明会では、通期会社計画に対しては売上高・営業利益達成へのハードルは高いが可能性はある、当期利益は達成可能な見通し、との見解が示された。

計画未達基調の要因として、1）アドテクノロジー事業において主要広告主であるゲームメーカが広告出稿量を抑制する傾向にあること、2）Kauli社との統合に向けて経営資源を振り向けたこと、3）Kauli社買収に伴うのれん償却額の増加があげられる。ただ、中長期的には広告出稿量は増加基調にあること、Kauli社とのシナジー効果が2016年9月期以降は期待できること、から成長への懸念は小さいと同社ではみている模様である。

事業拡大への布石も着実に打ちつつある

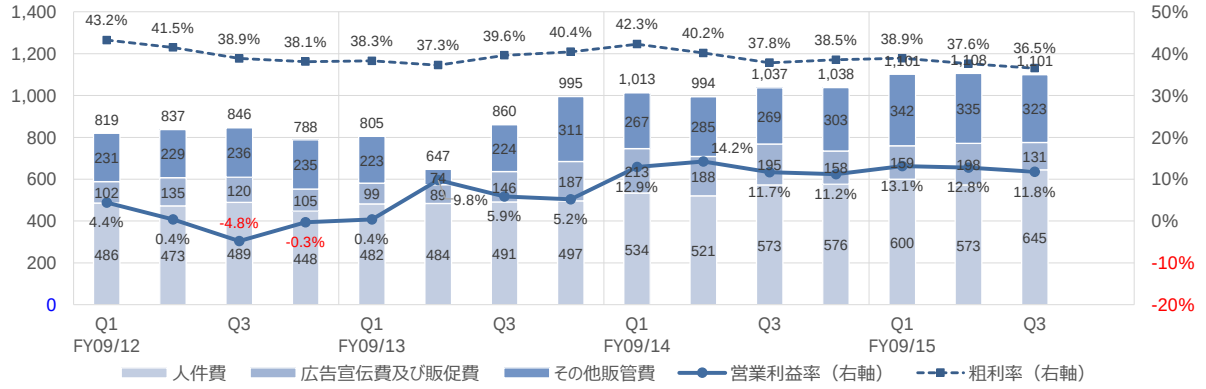
Q3は、M&A関連では、4月のドゥ・ハウス社とのメディア事業での資本業務提携（22.3%出資、持分法適用関連会社化）5月に主にSSP事業を行うKauli社の連結対象化、6月のログリー社とのネイティブアド分野における包括的な資本業務提携（20.0%出資、持分法適用関連会社化）と着実に実行されており、将来への地歩を固めつつある

2015年9月期末配当（初配）、今後の継続的な配当実施方針を発表。

決算発表と同時に、2015年9月期末配当金を従来予想の0円から10円へと修正することを発表した。従来は成長過程にあり、財務体質の強化と事業拡大のための投資等を優先事項と捉え無配としていた。同社では更なる持続的な成長・発展を遂げるべく、既存事業の拡大や新規事業の開発に加えてM&A等による成長に向けた取り組みを進めた結果、業績が堅調に推移しており、今後も継続的に利益を創出できる見通しとしている。

今後の株主還元に関する基本方針としては、事業の継続的な成長や資本効率の改善等による株主価値の向上に努めるとともに、配当を継続的に実施していくとのこと。配当額に関しては、連結業績及び単体の資金繰りを含めた財務健全性、将来の事業展開のための内部留保等を総合的に勘案して決定していく方針としている。

販管費等推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

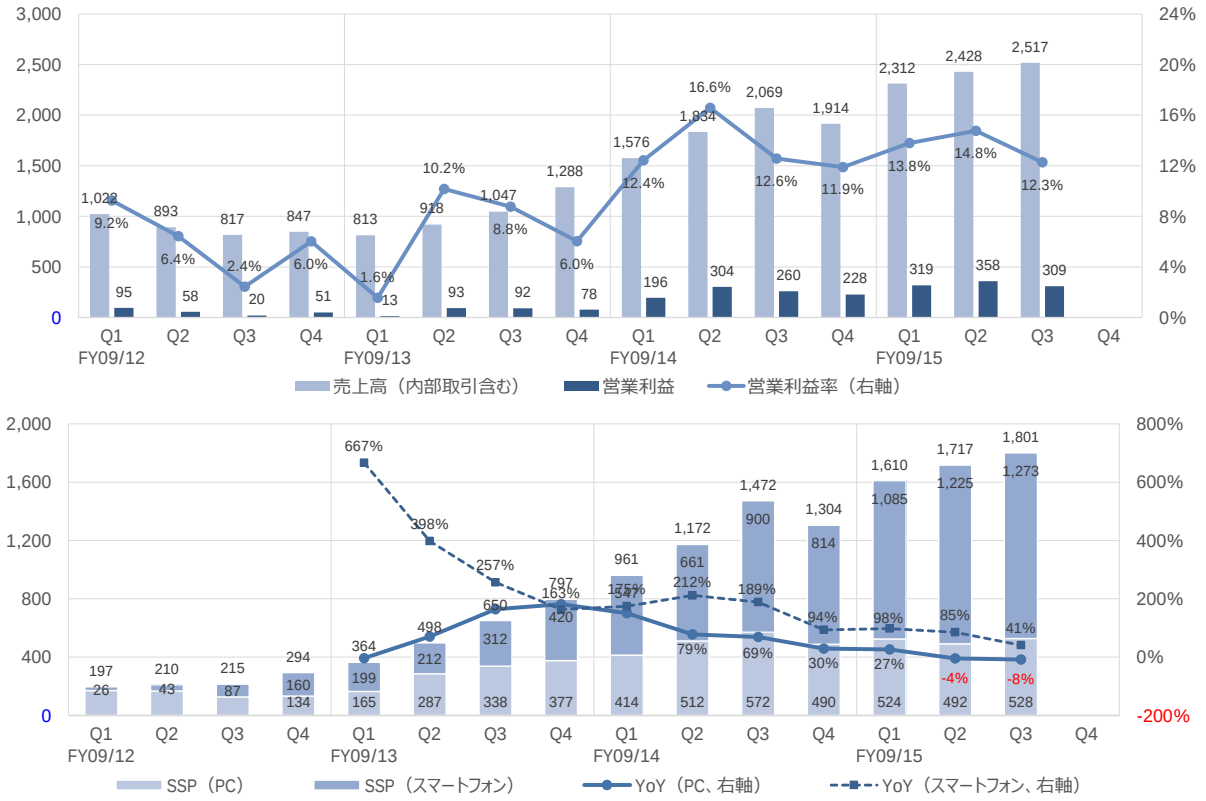
2016年9月期に向けて

2016年9月期に向けては、既存のアドテクノロジー事業とメディア事業を軸として業績成長を図っていく考えとみられる。アドテクノロジー事業では、スマートフォンを中心に市場が拡大するなかで事業基盤のSSPを中心に競争力を強化していく方針とSR社では推測する。加えて、a）プレミアム広告枠を扱いプライベートマーケットプレイスを構築するintelishの設立（合弁）、b）ネイティブアドに関するlogly社との包括的な業務資本提携、c）SSP等を営むKauli社の買収など2015年9月期に打ってきた布石、そして、d）SSPの前後工程への垂直統合の進捗状況等に、SR社では注目をしている。

メディア事業では、利益を着実に出していける安定的かつ筋肉質の事業構造を自社メディアで構築するとともに、新規コンテンツメディアにも引き続き注力していく方針とみられる。

また、Q3末は従業員数がQ2末比51人増加し342人となったが、これは買収したKauli社のエンジニア、営業・コンサルタント、同社新入社員が加わったことによるもの。但し、Q4末は、連結子会社リサーチパネルエイジアが一部事業を持分法適用関連会社に承継したことで、50名ほど減少する見通しである点は注意したい。

アドテクノロジー事業



出所：会社資料よりSR作成

概要

アドテクノロジー事業は、売上高は前同比21.6%増、営業利益は同18.7%増とともに過去最高益を更新。主力のSSPの売上が1,801百万円（「Fluct」のみ、「Kauli」含まず。以下同様）と前同比22.4%増。PC向けが同7.7%減の528百万円となったが、スマートフォン向けが41.4%増の1,273百万円と高成長を継続し、業績を牽引した。SSPの配信imps数も769億impと前同比29.7%増加、スマートフォンメディアへの導入を中心に順調に増加した。

PC向けの落ち込みについては、経営資源をスマートフォンにシフトする戦略によるものとSR社では捉えている。プレミアム広告への取組、Kauli社とのシナジー効果が、PC向け含めて今後どのように出てくるかに注目したい。

スマートフォン向けで一部ゲームメーカの広告出稿量抑制の影響が表出。中長期的にはRTB化進展にメリットか

スマートフォン向けは高成長を継続しているものの、一部ゲームメーカの広告出稿量抑制の影響がでている。背景には、ゲームメーカが従前よりもきめ細やかなマーケティング活動・広告予算設定を行い、広告効果についても正確に測定する傾向が出てきていることがあるという。業績へのネガティブな面としては、スマートフォン向け広告市場はゲームメーカの広告主の存在感が大きいことから、影響は需給バランス・広告料金にも及ぶ可能性がある点。しかしながら、ポジティブな面としてはPC向けと同様にアドテクノロジーを用いたRTB化がより進展する可能性がある。今後の状況を注視したい。

足元Q4は、6～8月（会計上Q3は3～5月、Q4は6～8月の業績を連結）が季節的に閑散期であることもあって、まだ抑制傾向が戻った状況にはない模様。ただ、スマートフォン向け広告市場は中期的には成長市場であると考えられ、一時的影響の一巡後は成長率が高まる可能性があろう。同社の戦略も特段変化はなく、従前同様により良いメディアネットワークの獲得、顧客側がより費用対効果に見合うように広告配信アルゴリズムの深化に努めていくとしている。

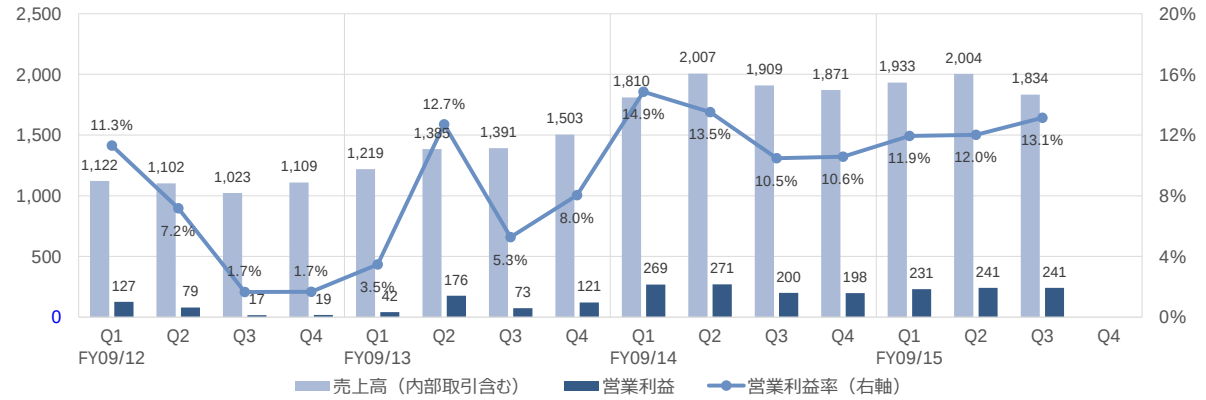
プレミアム広告市場はまだ顕在化には至らず

プレミアム広告への取組については、intelish（2月設立）による質の追求、Google社「DoubleClick Ad Exchange」の取扱開始（4月）による量の拡大を狙っているが、プレミアム広告市場の立ち上がりは同社の想定よりも鈍くまだ市場は顕在化していない模様だ。引き続き状況を確認していきたい。

Kauli社との統合状況

買収したKauli社とは、組織やオフィス等の統合は前倒しで進められ既にほぼ終了、システム的な統合については2015年9月期中を目途としている。業績は5月より連結化され、Q3は数千万円の売上高が上乗せされ、また、のれんが月あたり約10百万円の増加要因（通期計画には織り込まれていない）となっている点は留意したい。

メディア事業



出所：会社資料よりSR作成

概要

メディア事業は、売上高が前同比3.9%減と落ち込むなかで、営業利益は241百万円と同20.4%増加した。主力自社メディアのECナビ・PeXでは、スマートフォンにおけるユーザ獲得及び定着化の進展、運用型広告商材への注力などが奏功して前同比9.2%増の売上増となった。利益面でも商品構成の見直し等が進んだことから営業利益は前同比で増加に転じ、Q2比でも売上が減少したもののQ2並みを維持した。また、同社ではQ3のネガティブな面として、マーケティングソリューション事業におけるデジタルギフトオンデマンド売上の減少をあげている。

主力自社メディアの改善：スマートフォン対応が奏功

ECナビ・PeXについて、同社では成長ステージに入ったとの認識を示している。これは、1）獲得強化を図ってきたスマートフォンユーザの定着化が進み、QAU及びARPUが安定的に拡大したこと、2）4･5月は広告閑散期で売上が伸び悩む時期ではあるものの、Q2比・前同比ともに売り上げを伸ばしたこと、を背景としたもの。

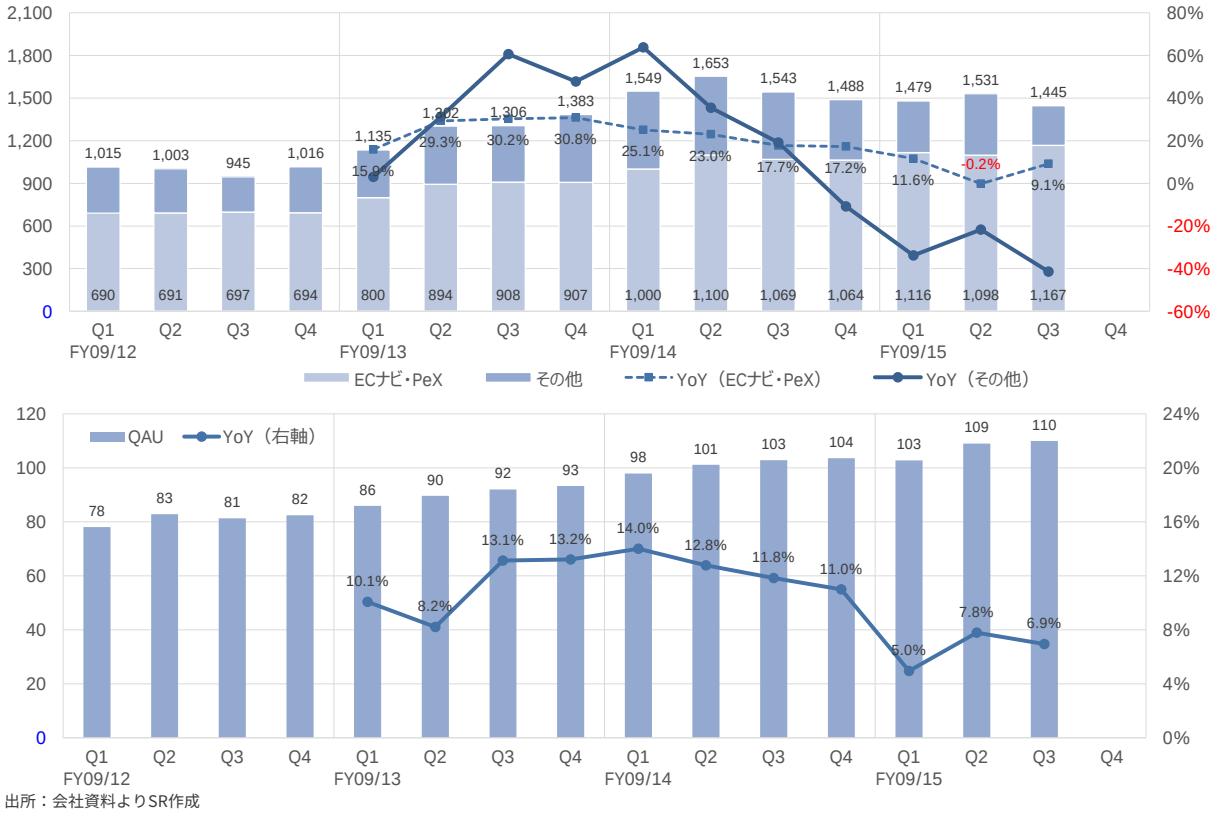
ECナビにおけるスマートフォンユーザは1年前の約15%に対してQ3は約25%まで増加したとのこと。ただ､PCユーザがスマートフォンに移行した側面も大きく、新規スマートフォンユーザの定着率は相対的に低位であることから、今後は新規ユーザの定着率上昇が課題としている。

リサーチパネルは厳しい状況を継続も、更に落ち込む状況ではない模様

ECナビ・PeX以外の自社メディアでは、新規コンテンツメディアはQ3段階では育成途上にある模様。リサーチパネルは厳しい状況を継続しているとみられるが、季節要因（Q2は伸び、Q3は落ちる傾向）を除けば、更に落ち込むという状況にはない模様だ。また､同社グループ内のグローバルオンラインリサーチ事業の再編が7月に行われ、

同社100%子会社であったリサーチパネルエイジアのアジア地域におけるオンラインリサーチ事業は、持分法適用関連会社マーケティングアプリケーションズ（35.61%出資）の傘下に入ることとなった。再編により、グローバルでの中長期的な成長を目指すとしている。

自社メディア事業の売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

2015年9月期の会社計画

損益計算書（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予(01/28)	FY09/15 会予(10/30)
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**17,600**
YoY	2.7%	21.1%	52.6%	19.6%	17.0%
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**2,200**
YoY	-99.6%	24,423.2%	250.6%	22.3%	17.0%
営業利益率	0.0%	5.4%	12.5%	12.8%	12.5%
経常利益	**4**	**529**	**1,891**	**2,300**	**2,200**
YoY	-	13,093.5%	257.3%	21.7%	16.4%
経常利益率	0.0%	5.4%	12.6%	12.8%	12.5%
当期利益	**-152**	**310**	**1,114**	**1,350**	**1,300**
YoY	-	-	259.8%	-	16.7%
当期利益率	-1.9%	3.1%	7.4%	7.5%	7.4%
セグメント別（百万円）	**FY09/12 連結**	**FY09/13 連結**	**FY09/14 連結**	**FY09/15 会予(01/28)**	**FY09/15 会予(10/30)**
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**17,600**
メディア事業（内部取引含む）	4,356	5,499	7,597	8,000	-
アドテクノロジー事業（同）	3,579	4,066	7,393	9,800	-
その他事業（同）	917	1,018	1,177	1,200	-
YoY	**2.7%**	**21.1%**	**52.6%**	**82.6%**	**17.0%**
メディア事業（内部取引含む）		26.2%	38.2%	5.3%	
アドテクノロジー事業（同）		13.6%	81.8%	32.6%	
その他事業（同）		11.0%	15.5%	2.0%	
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**2,200**
メディア事業（内部取引含む）	242	413	938	860	970
アドテクノロジー事業（同）	223	275	987	1,470	1,280
その他事業（同）	-462	-152	-45	-30	-50
営業利益率	**0.0%**	**5.4%**	**12.5%**	**12.8%**	**12.5%**
メディア事業（内部取引含む）	5.5%	7.5%	12.3%	10.8%	
アドテクノロジー事業（同）	6.2%	6.8%	13.4%	15.0%	
その他事業（同）	-50.4%	-14.9%	-3.8%	-2.5%	
YoY	**-**	**-**	**250.6%**	**22.3%**	**17.0%**
メディア事業（内部取引含む）	-	70.7%	127.3%	-8.3%	3.4%
アドテクノロジー事業（同）	-	23.6%	258.5%	48.9%	29.6%

出所：会社資料よりSR作成

2015年9月期は高い市場成長率が期待されるアドテクノロジー事業を中心に業績伸長を見込む。各セグメントにおける概要は以下のとおり。

アドテクノロジー事業

アドテクノロジー事業は、売上高9,800百万円（前期比32.6%増）、営業利益1,470百万円（同48.9%増）を見込む。第1四半期発表時における通期会社計画上方修正の主因となった、スマートフォン向けサービスが成長を牽引する見通し。

スマートフォン市場の成長を確実に業績に結びつける

2015年9月期の事業方針は、1）スマートフォンネイティブアプリ向けSSPへの取組み、2）プロダクト開発力の強化、を掲げている。これは、前期までは「スマートフォンネイティブアプリ向けSSPの展開が遅れたことで、成長機会を取り逃していた」ことを踏まえたもの。

既に第1四半期において、ネイティブアプリ開発者向けに、SSP開発キットの改修版第一弾を完成させ配布、また、エンジニア採用を強化し、社内におけるエンジニアリソースもスマートフォンに集約を図っている。

PC向けSSP市場では、プレミアム広告の市場成長の獲得を狙う

また、PC向けSSP市場では、1）成長しつつあるプレミアム広告市場を獲得するために、intelish社を設立（2015年2月）、Google「DoubleClick Ad Exchange」取扱開始（同4月）し、2）また、SSP市場での国内トップシェアの地位を固めるとともに、今後の「プログラマティック取引の広告配信プラットフォーム№1」に向けて、SSP同業のKauli社を100%連結子会社化（同4月）するなど、様々な戦略を打ち出している。

メディア事業

メディア事業は、売上高8,000百万円（前期比5.3%増）、営業利益860百万円（同8.3%減）を見込む。同社の期初計画では、営業利益は前期比3.4%増の970百万円が予想されていたが、リサーチパネルの伸び悩みや成長戦略の見直しにより860百万円に減額された。

新成長戦略ではコンテンツメディアの展開を新たに図る

新たなメディア事業における成長戦略は2015年9月期の第1四半期決算時に発表された。従来の戦略では、ECナビ等のポイントを中心とした自社メディアを利用して、自社メディア会員をいかに顧客（買い物サイト等）へ誘導するか、という観点から規模拡大を図ってきた。スマートフォンの普及に伴い、これだけでは高い成長が見込めなくなったことから、会員の手前の段階である消費者にいかに興味を持ってもらえるか、というフェーズからメディアを作っていく方向に転換し、戦略を見直した。

新成長戦略では、コンテンツメディアを新たに立ち上げ、既存の自社メディアとのシナジー（ユーザの回遊）も期待して、メディア事業全体の成長を図っていく、というもの（詳細は次項「経営戦略及び中長期見通し」を参照）。今期は、既存自社メディアのスマートフォン対応の強化、新規コンテンツメディアの育成などに取り組む。既に、女性向けコンテンツ運営ノウハウを持つアイランドとの提携などの布石が打たれている。

経営戦略及び中長期見通し

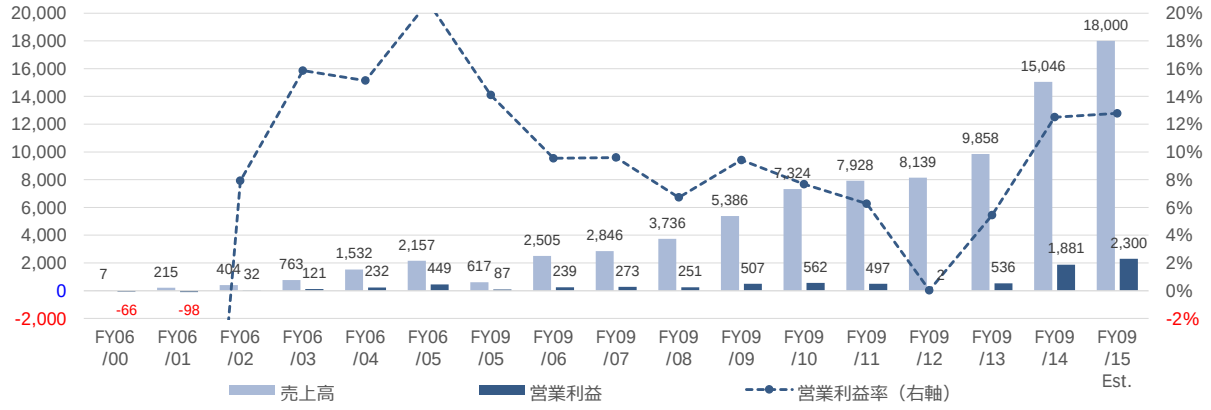
年率20%成長を一つの目標に、長期的には売上高1,000億円超を目指す

同社は中期計画を公表していないが、売上高の年率20%成長を一つの目標として、中長期的に安定して成長していきたいとしている。メディア事業を安定成長軌道に乗せ、アドテクノロジー事業を大きくスケールアップし、そして第3、第4の柱を作ることで、継続的に20%成長を可能にするというもの。

また、長期的（5年～10年の時間軸）には売上高1,000億円超を目指しているとみられる。2014年9月期売上実績（15,046百万円）比約6.6倍という高い目標を掲げる一方で、現状のインターネット広告市場のバリューチェーンだけでは売上高1,000億円の達成は難しいとも認識しており、eコマースなど他分野のバリューチェーンを自社もしくはM&Aによって確立していきたいとしている。

とはいえ、どの分野に進出するにせよ「広告」及び「マネタイズ」は必ず当該分野のバリューチェーンの中に入ってくる。その際に、これらは競合企業に対するアドバンテージとなるだけでなく、そもそもインターネット広告市場のバリューチェーンはいまだ成長市場であり、同社は短期～中期的には同市場での成長を目指している。

業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

自社メディア・SSP事業で得られるキャッシュを成長市場・新規事業に投入

同社は1999年の設立以来、様々な事業変遷を経てきているが、ここ数年はインターネット広告におけるプログラマティック取引市場（広告在庫のオンライン上での自動取引）の急速な拡大を背景に、SSP（ネットメディアの広告収益の最大化を図るプラットフォーム）及びスマートフォン向け事業が業績を牽引している。

現在、メディア事業における自社メディア（2014年9月期売上構成比41%）、アドテクノロジー事業におけるSSP事業（同33%）が既存事業における「成長するキャッシュカウ」として、キャッシュフローを生み出しながら成長をしている。そうした中、インターネット広告市場の中でも成長市場であるスマートフォン向けに経営資源を重点的に配分し、もちろん、更なる成長のための新規サービスの開発についても積極的に模索している。

プログラマティック取引市場：広告の1表示（1インプレッション）毎にリアルタイムのオークション方式で広告を選択（リアルタイム入札（RTB：Real Time Bidding））するシステム。広告主や広告会社が入札した広告の中から最も単価の高い広告が配信される仕組み。実際には、2nd プライスオークションシステムを採用しており2番目に高い入札価格が採用される。また、メディア側は最低落札価格を設定可能で１番目に高い入札価格がこれを下回った際は取引が成立しない。SSP側にとっては最低落札価格をいくらで設定するかが非常に重要となっている。後述のアドネットワークやRTB/DSP等のチャネルを介して取引される、ディスプレイ広告、ネイティブ広告、動画広告などの市場

SP (Supply-Side Platform)：インターネット広告においてメディアの収益を最大化させる仕組み。 様々なアドネットワーク（Ad Network）・DSP（Demand-Side Platfoem）・アドエクスチェンジ（Ad Exchange）等と連携し、メディアにとって最適かつ収益性の高い広告配信を行うことを目指した広告プラットフォーム。メディア・媒体社にとっては、収益性の向上に加え、広告を一括して管理・配信できることによる運用コストの削減もメリットとしてあげられる。配信システムや分析レポート等の機能は各SSPによって様々だが、**同社の「Fluct」**は、純広告の配信が可能な点（アドサーバー機能）や、PC・モバイル・スマートフォン全てに対応しデバイスを横断した管理が可能な点が「Fluct」の特長としてあげられる。

以下、各事業における成長戦略の要約である。

成長戦略概観

アドテクノロジー事業

アドテクノロジー事業では、プログラマティック取引市場における広告配信プラットフォームでのNo1の地位を目指し、経営資源を集中して投入している。

PC及びスマートフォンのデバイス別戦略は、PC向け広告市場では、「より付加価値の高い広告の配信」を目指していくというもの。市場別にも、1a）成熟化しつつある非プレミアム広告市場では、SSP業界トップの地位を更に強化し、1b）高い成長が見込まれるプレミアム広告市場では、市場拡大の恩恵を確実な獲得を目指している。

広告需要が急速に高まっているスマートフォンにおいては、2a）現在主流となっているファンコミュニケーションズ（東証1部2461）のアドネットワーク（広告を配信するネットワーク）「nend」への対抗軸として同社アドネットワーク「Zucks Ad Network」を早期に拡大すべく、また、2b）SSPにおいてもアプリ向け強化による市場成長の恩恵を獲得すべく、更なる取組を進めている。

アドネットワーク：一広告主のアドサーバから複数のメディアサイトに跨って広告を配信するサービス。多数のメディアサイトによるネットワークが構築されており、広告主及び媒体社はアドネットワークが登場したことで、広告配信/広告枠を導入が安易になり、個々のメディア/広告毎に行っていた手続きや設定、分析を簡易に管理することが可能になった。

メディア事業

自社販促メディアはスマートフォン対応を強化し売上高年率成長10%程度の「成長するキャッシュカウ」化を、また、自社コンテンツメディアを新たに立ち上げ、既存の自社メディアとのシナジー（ユーザの回遊）を図り、メディア事業全体の成長を狙う。

以下、上記事業の成長戦略についての具体的な内容を示す。

アドテクノロジー事業

事業の現状認識

電通（東証1部4324）の調査では、2013年のインターネット広告市場における媒体費は前年比9%成長の7,203億円、2014年は同14%成長の8,245億円。その内、運用型広告（同社アドテクノロジー事業が含まれる）は2013年に同22%成長の4,122億円、2014年は同24%の5,106億円と高い成長を示している。なかでも、アドテクノロジーを利用した市場は急激に成長しており、アドテクスタジオ（サイバーエージェント）及びシードプランニング調査によると2013年は同53%成長の1,600億円、2014年は同41%成長の2,258億円が見込まれている。

インターネット広告市場と同社関連売上高

（十億円）	市場及び売上高				成長率		
	CY11	CY12	CY13	CY14	CY12	CY13	CY14
インターネット広告市場（広告媒体費、電通調査）	619	663	720	825	7%	9%	14%
広告媒体費（枠売り広告等）	334	324	308	314	-3%	-5%	2%
広告媒体費（運用型広告）	285	339	412	511	19%	22%	24%
アドテクノロジー広告市場（アドテクスタジオ、シードプランニング調査）		105	160	226		53%	41%
アドネットワーク経由		79	121	176		52%	46%
RTB経由		26	39	50		53%	28%
同社アドテクノロジー売上高（SSP、アドネットワーク、リワード広告）		1.5	3.9	7.4		153%	93%
SSP		1.1	2.9	5.6		168%	91%
スマートフォン(アドネットワーク、リワード広告)		0.4	0.9	1.9		114%	99%

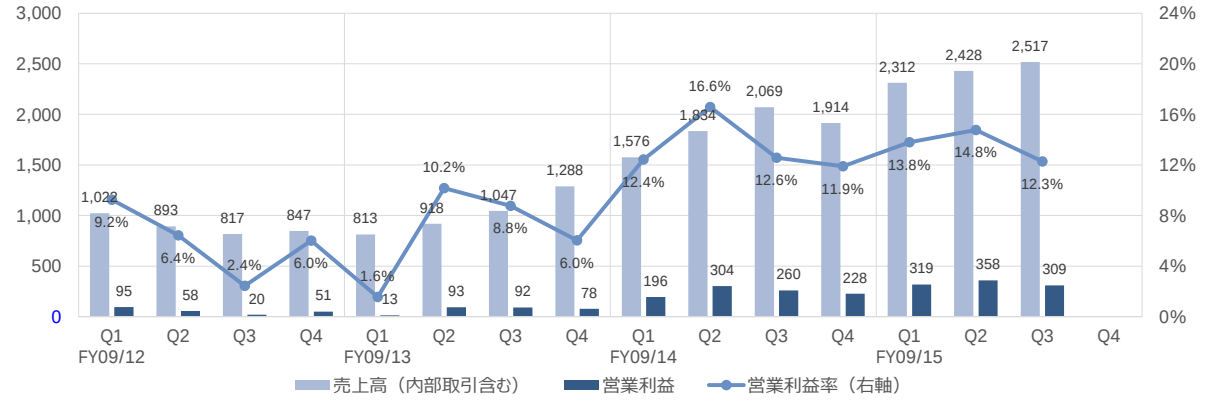
出所：電通、アドテクスタジオ、シードプランニング、会社資料よりSR作成

現時点ではSSP事業が大半を占め、SSP含めてスマートフォン関連が高い成長を示す

こうした市場環境の中で、同社のアドテクノロジー事業は更に高い成長を示している。同事業は、PC及びスマートフォン向けのSSPサービス「Fluct」等が同事業部門売上高の68%を占め（同事業の2015年9月期第1四半期実績）、スマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」は14%（同）、スマートフォン向けリワード広告（アプリやWebサイトに表示する成果報酬型広告）「Zucks Affiliate」が9%（同）と、現時点ではSSPサービスが収益の大半を占める。

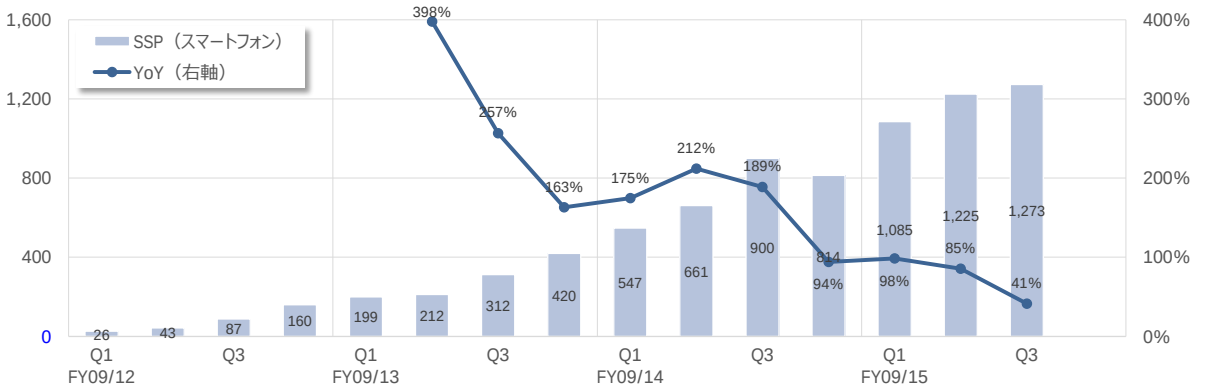
売上高は高い成長を継続し、特にスマートフォン向けがSSPを含めて成長を牽引しており、スマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」も立ち上がりつつある。

アドテクノロジー事業売上高推移（百万円）



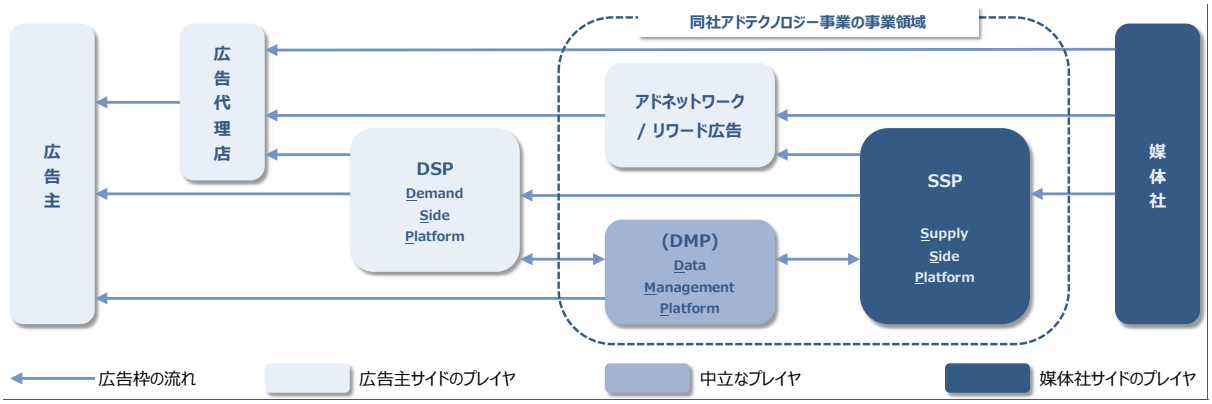
出所：会社資料よりSR作成

スマートフォン向けSSP売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

インターネット広告市場における、同社アドテクノロジー事業の位置づけ



出所：会社資料よりSR作成

成長戦略

アドテクノロジー事業の成長戦略は、PCとスマートフォンで大きく異なる。これは、現状の市場環境として、PCでは1a）SSPサービスが認知されており、且つ、1b）同社の「Fluct」が既にトップクラスの市場地位を得ているのに対して、スマートフォンでは、2a） SSPサービスはアドネットワークに対してまだ普及しておらず、2b）同社のアドネットワーク「Zucks Ad Network」はまだ大手競合に対して市場地位はまだ低い、という面があるためと考えられる。

PC向けは「より付加価値の高い広告の配信」を目指し、既存SSP「Fluct」を強化

PC向けはSSPサービス「Fluct」が主体で、既に同社はSSPとして市場シェア20%（同社推定）、PC向けに限れば30%近く（同）まで上昇し、トップクラスに位置する。競争環境も新規参入が新たに出てくるというよりも、集約化が進む可能性があると同社では認識している。従って、ここでの戦略は「より付加価値の高い広告をどう配信していくのか」として、SSPとしての差別化を更に図っていくというもの。

同社では、PC向け広告市場を非プレミアム、プレミアムに分類に分けて市場を以下のように考察している。非プレミアムな広告市場は、純広告からSSP等のオープンなプログラマティック取引を利用した広告への移行が引き続き期待されるが成熟化しつつあり、また、競争環境は大きな変化がない。そして、よりプレミアムな広告枠に対して限られた広告主がプログラマティック取引で出稿するクローズドな広告市場が成長しつつあると同社では認識している。こうした市場に対する戦略を以下に示す。

非プレミアム市場では、Kauliとのシナジー効果により市場シェア拡大を狙う

同社のPC向けSSP事業は、中堅規模のメディアの非プレミアムな広告枠を対象とした、SSP「Fluct」を用いたプログラマティック取引の実行が大半を占めている。当該市場における戦略は、2015年4月に100%子会社化したKauliとのシナジー効果により、imp数の増加及び配信単価の上昇を実現し、市場シェア（同社推定トップ）の拡大を図っていくというもの。

プレミアム市場はintelishで付加価値を、Google「DoubleClick Ad Exchange」が量を追求

そして、中堅及び大手メディアのよりプレミアムな広告枠においては、プログラマティック取引をクローズド、もしくはクローズドに近い形で導入する動きが拡大しつつある。同社では、この市場を子会社intelish（2015年2月設立）及びGoogleが運営する「DoubleClick Ad Exchange」の取扱（2015年4月開始）によって刈り取りを狙っ

ている。

Intelish社ではプレミアムな広告をプレミアムな広告枠でプログラマティック取引するPMP（プライベートマーケットプレイス）を運営し、同社はここでは高付加価値を志向する。そして、「DoubleClick Ad Exchange」では、プレミアム広告枠の取扱量拡大を狙う。

同社アドテクノロジー事業の中期的イメージ（現段階はPhase 2に入ったところ）

出所：会社資料よりSR作成

intelish社について

intelishは2015年2月に設立された。SR社ではintelish社設立の狙いを、1）ニッチグロース市場での市場地位の確立、2）SSPとしての付加価値の拡大、3）DSP側の付加価値の取り込み、とみている。同市場は2015年9月期時点ではまだニッチな市場ではあるものの、将来的に拡大が見込まれる分野である。自社SSP「Fluct」を導入しているメディアを中心に展開を図ることで、早期の市場地位確立を狙ったものとSR社ではみている。

> intelishは、インターネット広告運用のソリューションを提供し、多くのDSP運用実績を持つエスワンオーインタラクティブ（以下「s1o-i」との合弁会社。資本金は40百万円、出資率は同社が51%、s1o-iが49%。

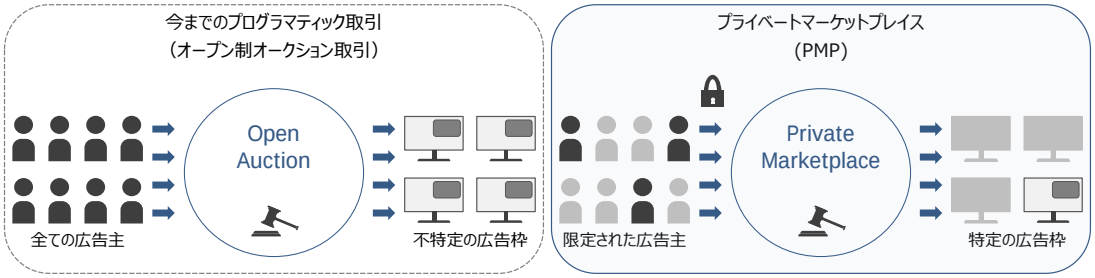
Intelish社は、プライベートマーケットプレイス（以下「PMP」）を構築し、限定された広告主が、特定メディアの特定広告枠に広告を提供可能なプログラマティック取引市場を提供する。既存のオープンオークション型の広告取引は広告主・メディアともに匿名で行われ、広告主にとって掲載される広告枠は不特定であり、メディアにとっては不適切な広告掲載によるブランド価値の毀損、入札という市場原理導入による広告枠の均質化（広告枠価値の毀損）などが懸念されていた。

PMPはプログラマティック取引の手法の一つで、既存のオープンオークション型広告取引との違いは、メディアは広告主と広告掲載位置や価格について事前に取り決めを行うことから、広告主とメディアの双方で「誰が入札しどの媒体に広告表示がされるかが事前に分かる」点。これにより、プレミアムな広告枠を限られた広告主に提供が可能となる。

メディアにとってはブランド価値を毀損することなく、広告枠の新たなプログラマティック取引の手段として選択できる。自社メディアがどのような広告主に適性があるのか、どのようなコンテンツが有効なのか等の判断も行えるようになり、そのメリットは大きい。

広告主にとっても、広告を掲載するメディア・位置を選んだ上で、プレミアムな広告枠に対してプログラマティック取引が可能となる。そして、全体の配信結果だけでなく、より細分化したメディア単位での配信結果を検証す

ることもメリットとしてあげられる。



出所：会社資料よりSR作成

同社ではintelishの目指す方向性として、広告主側とメディア側の課題解決に焦点をあてることによって、PDCAサイクル（広告配信後の結果を踏まえて次の広告施策を練る）がしっかりと稼働する仕組みの構築をあげている。

「DoubleClick Ad Exchange」取扱による同社業績への関わり

SR社では「DoubleClick Ad Exchange」の取扱は、プレミアム広告枠の取扱量拡大に繋がる狙いがあるとみている。「DoubleClick Ad Exchange」をプレミアムな媒体社（メディア）に提供することで、媒体主側は広告枠の優先取引やプライベートオークションなどを利用した収益性の向上や、透明性の高い広告管理が可能となり、また、導入にあたってはadingo社の専属コンサルタントが運用まで支援する。同社の主力事業であるアドテクノロジー事業を成長させるために、一つの戦略ピースが加わったものと言えよう。

「DoubleClick Ad Exchange」の取扱開始にあたっては、adingo社のSSP「Fluct」や、Google AdSense認定パートナーとして「Google AdSense」を活用し、6,000以上のメディアの広告収益最大化を行ってきた実績が評価されたものと同社では捉えている。

アドエクスチェンジ及び「DoubleClick Ad Exchange」について
アドエクスチェンジは、複数のメディアやアドネットワークを横断した入札・購入の仕組みのこと。Google社の「DoubleClick Ad Exchange」は、オンラインディスプレイ広告の在庫を管理するためのプラットフォームで、現在は限られたプレミアムなメディアを対象にサービスを提供している。
「DoubleClick Ad Exchange」の特長としては、1）収益管理プラットフォームを利用することで、複数のネットワークを管理し、全てのインプレッションで最大の収益を上げることが可能になる、2）高い柔軟性を保持しており、広告枠を匿名ベースとブランドベースのどちらで提供するか、どの広告フォーマットの掲載を許可するか、ユーザー行動などのデータの収集をバイヤーに許可するか等を指定できる、といった点があげられる。

Kauli社について

同社は2015年4月にKauli社を100%子会社化、取得価額は1,481百万円、2015年9月期業績への影響は利益面では軽微である。Kauli社買収のポイントは、1）SSP市場における国内市場シェア圧倒的№1、2）プログラマティック取引における№1広告配信プラットフォームへの布石であるという点、とSR社では考えている。

同社では、SSP市場の競争優位性を構築するにあたって、a）接続先DSP・アドネットワークの数と質、b）広告配信アルゴリズム、c）広告配信インプレッションの量と質、を重要な点として捉えている。そして、同社SSP「Fluct」は広告配信インプレッションの量と質を担保するコンサルティングノウハウに、Kauli社は、広告配信アルゴリズムやビッグデータ解析に強みを持つ。

今回のKauli社買収は、1）SSP市場において、売上だけでなく広告配信imp数においても国内最大級となるだけでなく、2）双方のノウハウ・技術を持ち寄ることでの同社と補完関係が成立し事業シナジーの創出が可能なことか

ら、同社では、他を圧倒する市場シェアの獲得に向けての第一歩を踏み出したと認識をしている。

Kauli社及び同社アドテクノロジー事業

Kauli社

（百万円）	FY01/12	FY01/13	FY01/14	FY01/15
売上高	**152**	**322**	**483**	**669**
YoY		111.8%	50.0%	38.5%
営業利益	**27**	**32**	**47**	**63**
YoY		18.5%	46.9%	34.0%
利益率	17.8%	9.9%	9.7%	9.4%
経常利益		32	48	68
YoY			50.0%	41.7%
利益率	-	9.9%	9.9%	10.2%
当期利益		**27**	**33**	**44**
			22.2%	33.3%
純資産		172	206	250
総資産		241	328	409
配信imp数（億）		322	743	1,120

同社アドテクノロジー事業

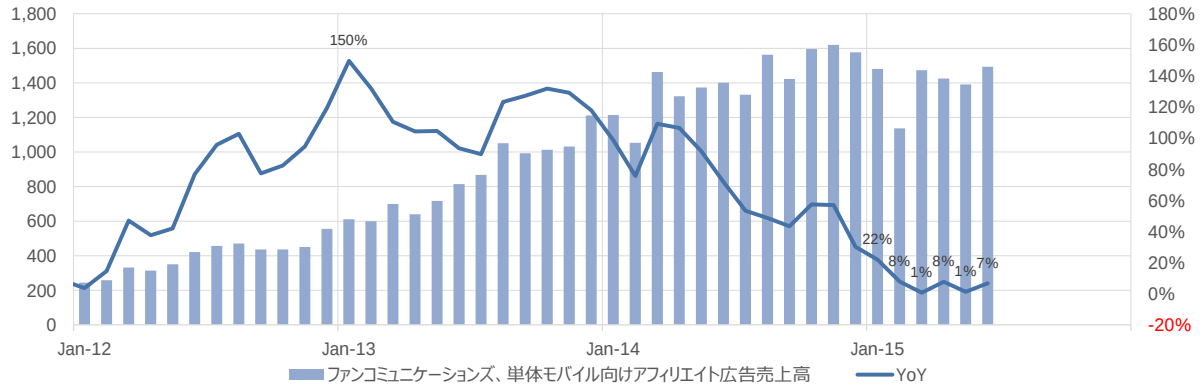
FY09/14				FY09/15	
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
1,576	**1,834**	**2,069**	**1,914**	**2,312**	**2,427**
93.8%	99.7%	97.7%	48.6%	46.7%	32.4%
196	**304**	**260**	**228**	**319**	**358**
1,450.2%	225.3%	183.7%	193.1%	62.8%	17.9%
12.4%	16.6%	12.6%	11.9%	13.8%	14.8%
470	552	593	669	725	731

出所：会社資料よりSR作成

スマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」を大手「nend」規模まで育成

また、PCでの高い競争力とは異なり、スマートフォンにおいては様相が異なり、ファンコミュニケーションズのアドネットワーク「nend」が強い競争力を持つ。これに匹敵する大手アドネットワークが複数並列する環境にないことから、それを最適化するというSSPの存在意義が薄まっている状況で、スマートフォン向け広告市場においてはRTB化されていないアドネットワークの市場が圧倒的に大きい状況にある。

ファンコミュニケーションズ単体モバイル向けアフィリエイト広告サービス売上高推移（百万円）

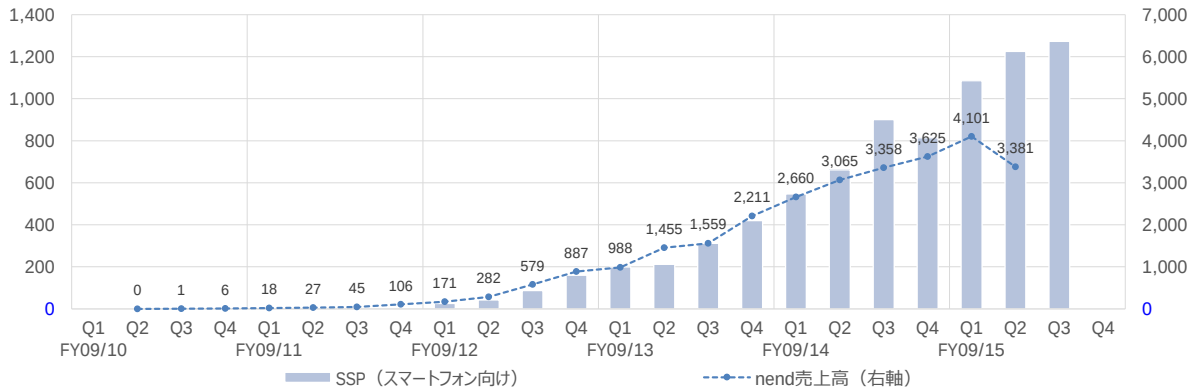


出所：会社資料よりSR作成

そうしたなか、同社では、自社のスマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」を強化して、「nend」と同様に競争力あるアドネットワークとして育成し、SSP市場への移行時には同社SSP「Fluct」でその果実を得ていくものとみられる。同社のスマートフォン向けSSP売上高は、急速に拡大はしているものの、まだ「nend」と比較すると売上規模は小さい。

同社では、ネイティブアプリ開発者向けにSSP開発キットをより使いやすく提供するなどの努力を重ねており、開発キット第1弾は2015年9月期第1四半期に投入が完了している。今後の普及を期待したい。

同社スマートフォン向けSSP売上及びnend売上推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

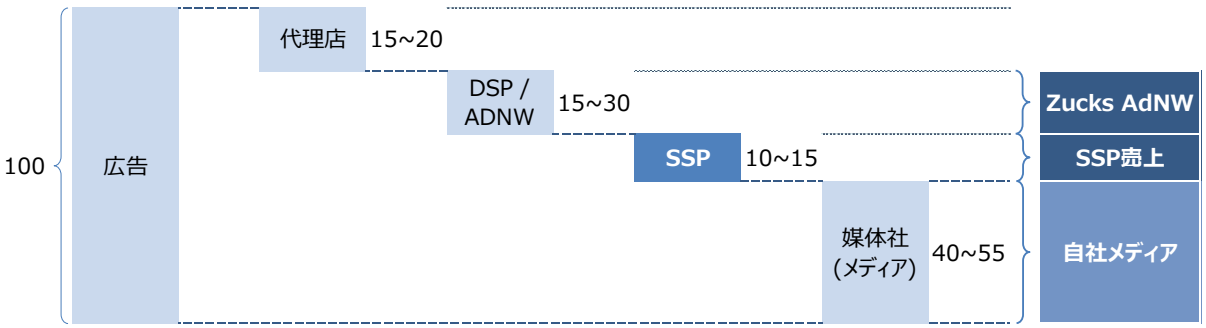
将来的には、スマートフォン広告市場での垂直統合を目指す

将来的には、スマートフォン広告市場のメディアから代理店までのバリューチェーンにおいて、SSP・アドネットワーク以外のサービスも提供、事業の垂直統合を図り粗利率向上を狙う。

現状は、広告市場のマージン全体の10～15%を占めるSSPを主体に、同15~30%のアドネットワーク及びDSPでの市場地位確立を目指しているところであるが、将来的には同15～20%を占める代理店機能を保有することによって、広告主が同社SSPに直接広告を出稿できる仕組の構築を狙っている。

また、同時にECナビなどのメディア事業を拡大することで、同40～55%を占める媒体社の部分においても果実を得る考えにあるとSR社ではみている。

インターネット広告市場のバリューチェーンにおけるマージン構造



出所：会社資料よりSR作成

課題解決力で差別化を図る

主力事業であるSSP及びアドネットワークの拡大を垂直統合も含めて狙う中で、同社は小～中規模メディアを重点ターゲット先に位置付けている。スマートフォン広告市場は現状、広告主が限定される一方で、広告を掲載するメディアの広告在庫（広告が掲載できる「空き枠」）は急速に増加しており、広告を出稿する広告主有利な状態になっている。また、メディア側においても、テクノロジーの進化著しい同市場における知識不足・経験不足等から、メディアの実力以下の売上で満足してしまっている媒体社が多数存在する。

同社ではこうしたメディアに対して、売れていない広告枠（例えばトップページの2層3層下など）の収益化を入り口に、徐々に当該メディアのプレミアム広告枠（トップページの一番目立つ広告枠）の獲得を狙うボトムアップアプローチを得意とする。SSPでは競合他社に対して広告配信エンジンのアルゴリズムでは大きな差別化に至ら

ず、結局は現場における課題解決力が重要であるという。

具体的には、顧客の広告収益の最大化への目的に、メディアとしての広告枠の作り方や適した広告メニューの提案などのコンサルティング型の営業を行う。こうした営業の内容や実際に広告収益の拡大といった実績が、同社の強みになっている。こうした課題解決力を更に磨くことで、新規顧客の獲得及び深耕を図っていく方針である。

「八方美人」で事業リスクを低減

ここで言う「八方美人」とは、同社の顧客である主要メディア及び、主要な各DSPや各アドネットワークとの友好関係の強化を指す。同社は既にSSP市場において約20%の市場シェア（同社推定）を持つが、Yahoo!（YDN: Yahoo! Display Ad Network）やGoogle（GDN: Google Display Network）といった巨大アドネットワークとの接続はSSP業者にとって有利に働く。広告価値の最大化を図るには、いかに高い広告主を、いかに高い広告単価の広告を持っているアドネットワークかどうかが重要になってくる。Yahoo! やGoogleは広告単価の高い広告を多数保有しており、こうした事業者から接続を停止されることは、競争力を大きく殺ぐことにつながるためである。

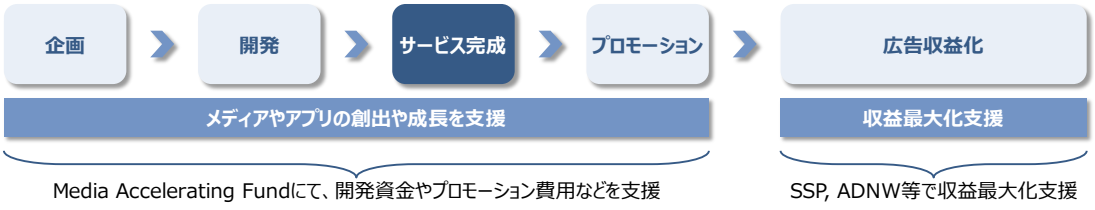
「マフ（Media Accelerating Fund）」を設立、メディア・アプリの囲い込みを開始

また、同社は2015年1月21日に、国内のメディア及びアプリの育成・創出を目的として、「マフ（Media Accelerating Fund）」を設立することを発表した。

ファンド総額は500百万円で、1）開発資金として1件あたり最大10百万円の開発資金提供、2）プロモーション費用として1件あたり最大20百万円の資金提供、3）出資（1件あたり最大30百万円）、に用いるとしている。ただ、実際にファンドを組成する訳ではなく、1）開発費支援、2）同社グループのメディア及びSSP・アドネットワーク等での無償プロモーション、3）既存のVOYAGE VENTURESからの投資、となる予定。

同社の狙いとしては、メディアやネイティブアプリに対して、他社が契約する前の段階で同社SSP・アドネットワークへの取り込みを図るというもの。ネイティブアプリでは特に、ユーザが増えた段階で営業に行っても既に他社が契約しており断られる場合が多いことから、アプリ及びメディアの開発の企画段階、プロモーション段階から支援していくことで囲い込みを図ろうというもの。新入社員の青田買いのイメージに近い。より早期に有力な開発者を囲い込めるか、が重要となる。

メディア及びアプリの各過程における「マフ」による支援



出所：会社資料よりSR作成

logly（ログリー社）を持ち分法適用関連会社化

2015年6月11日、同社は、ログリー株式会社及び株式会社メディア・ヴァーグの第三者割当増資の引き受け、持分法適用関連会社化することを発表した。ログリー社へは既に6.94%の株式を保有しており、今回の第三者割当増資引受で出資比率は22.57%となる。取得価額は約300百万円。メディア・ヴァーグ社とは出資関係はなく、今回の出資比率は20.03%、取得価額は約50百万円。第三者割当増資引受実行日はともに2015年6月30日。また、同社連結子会社adingoの土井健取締役がメディア・ヴァーグ社の取締役となる予定。

同社は増費引受の理由について、1）ログリー社を持分法適用関連会社化することで、協業関係を更に強固なもの

とし、事業領域をこれまでのSSPに加えて、ネイティブ広告やDSPといった領域への事業拡大に取り組むとしており、また、2）メディア・ヴァーグ社との協業関係を更に強固なものとし、両社の持つノウハウを活用した良質な新規コンテンツメディアの開発等、新たな取組を進めていく、としている。

SR社では、アドテクノロジー事業及びメディア事業における成長戦略に沿った増資引受及び持分法適用関連会社化であるとみている。同社では2015年9月期業績への影響について、現時点では軽微であると見込むものの、中長期的な業績の向上に繋がるものと考えているとコメントしている。

ログリー社：2006年５月に創業し、自然言語処理や機械学習といったデータ解析技術に強みを有したテクノロジー企業として、アドテクノロジー業界でも先駆けとなるネイティブ広告（注）プラットフォームの「logly lift」や、広告主の広告効果最大化を支援するプラットフォームであるDSP（Demand Side Platform）の「logly DSP」等を提供している。同社は、連結子会社でインターネット関連のスタートアップ企業への投資や支援を行うVOYAGE VENTURES社を通じて、2011年8月にログリーの株式を取得し、同社取締役（連結子会社adingo代表取締役）の古谷和幸を派遣し、主にアドテクノロジー事業における協業関係を構築することで、両社の事業の拡大に取り組んでいた。

注：ネイティブ広告とは、メディアが編集する記事・コンテンツの形式と、デザイン、内容、フォーマットが一体化しており、ユーザの情報利用体験を妨げない広告。従来のディスプレイ広告とは異なり、出力フォーマットが統一されていないため、アドエクスチェンジ化は難しいとされていた。これは、ネイティブ広告が媒体デザイン（トーン＆マナー）と機能に合った広告掲載を重視することによる。ログリー社は、2012年10月より国内でいち早く媒体の掲載面ごとにデザインとコンテキストを最適化配信するネイティブ広告システムを構築・運用してきた実績から、自社以外の広告事業者に対してメディアパートナーの在庫を提供することを可能にした。

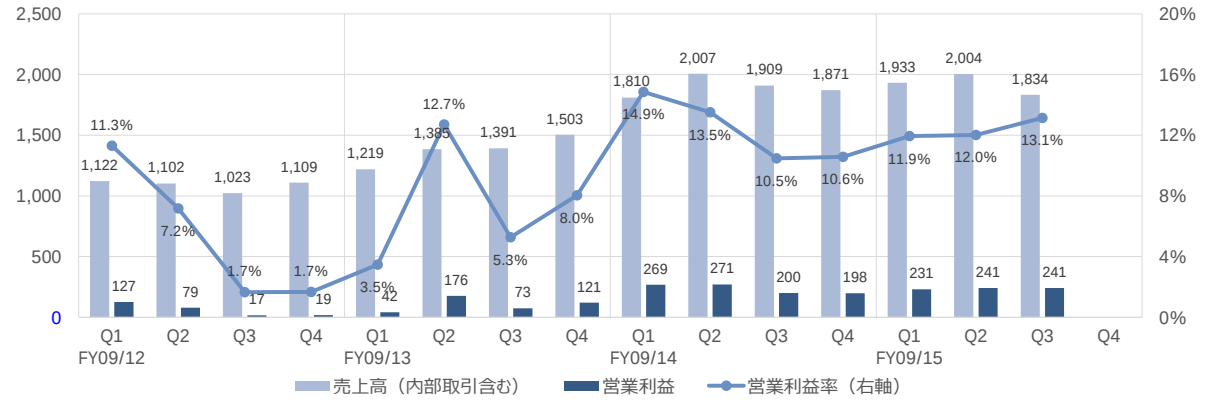
メディア・ヴァーグ社：2011年４月に創業し、大手ニュースメディアや記者とのネットワークやオリジナル記事の制作力に強みを持った企業として、自社メディアである交通インフラにまつわるコンテンツメディア「乗りものニュース」の運営に加え、野球・MLBの総合コラムサイト「フルカウント」やサッカー専門のネットメディア「フットボールチャンネル」といった他社との協業メディアの運営を行っている。同社は、アドテクノロジー事業のサービス提供を通じた広告収益最大化の支援を行っており、良好な協業関係を構築してきたとしている。

メディア事業

事業の現状認識

メディア事業では、ポイント獲得サイトの「ECナビ」及びポイント交換サイトの「PeX」といったポイント関連サイトを中心に運営、独自のポイント経済圏を構築し主力メディアとなっている。また、ポイントに関するノウハウやソリューションを提供するポイントソリューションサービス事業も行い、事業の横展開を図っている。

メディア事業の業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

成長戦略

コンテンツメディアの展開を新たに図り、着実に年率10%の売上成長を続けていく

メディア事業は同社にとってキャッシュカウでもある。他の事業を伸ばす為に稼ぐだけ、という意味でのキャッシュカウではない。アドテクノロジー事業ほど急速な成長を目指してはいないものの、着実に年率5～10%の売上成長を継続していく方針である。

自社販促メディアにおいては、安定成長を目指してスマートフォン対応を強化。また、自社コンテンツメディアを新たに立ち上げ、既存の自社メディアとのシナジー（ユーザの回遊）を図り、事業全体での成長を狙っている。

既存自社メディアでは難しい高成長を、コンテンツメディアを加えることで実現

既存の自社メディアでは、1）ポイントを販促ツールとしてユーザを誘導、2）データベース化された会員をアクティブに動いてもらえるように誘導、という流れの中で付加価値を得てきた。過去に成長してきた実績はあるものの、a）既に大規模なメディアにまで育っていること、b）スマートフォンがネットアクセスの中心になる中で、ユーザを自社メディアに誘導する現在の仕組みでは限界、などの要因により、現在の延長線上で今後も高い成長率を維持し続けるのは難しい、と同社ではみている。そうしたなか、消費者に興味を持ってもらえるフェーズにおけるメディアを作ることで、自社・顧客メディアへの誘導を図っていく方向に舵を切っている。

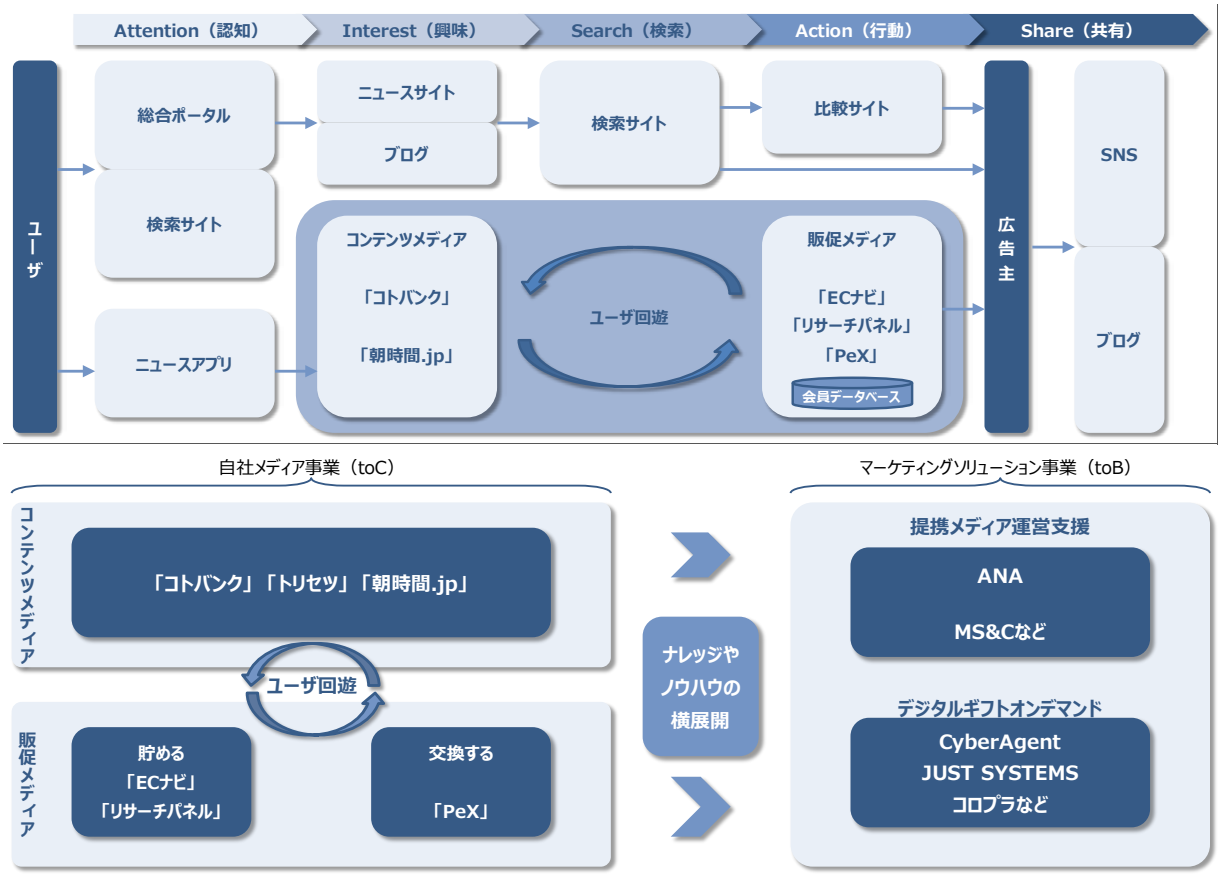
アイランド社と合弁で立ち上げたメルメディアがコンテンツ事業の核に

今回の新成長戦略で立ち上げるコンテンツメディアは、ユーザのネット上での行動プロセスにおいて自社販促メディアよりも前、興味関心を示す段階でのメディアであり、コンテンツの充実が重要となる。既に保有している自社メディアとして「コトバンク」（朝日新聞社と共同運営する無料辞書サービス。ヤフー辞書との業務提携）があるが、同社では新しく合弁で立ち上げたメルメディア（出資比率同社65%、アイランド35%）において、コンテンツメディアを順次立ち上げていく計画とみられる。

今後も新しいコンテンツメディアを順次立ち上げる予定

第一弾として、「朝時間.jp」（朝に関連したライフスタイル提案型のポータルサイト）をアイランド社からメルメディアに移管し、リニューアル及びアプリ開発を現在行っている。同社はこうしたポータルサイト等におけるコンテンツ制作が不得手であったが、女性向けコンテンツのメディア運営を2003年から行っているアイランド社の持つノウハウを活かし、今後も新メディアの展開を順次行っていく予定。メルメディアにおいては、将来的に、ライフスタイルコンテンツを保有する出版社やコンテンツホルダーとの提携も視野に入れて、ライフスタイルに特化した新たなメディアの開発・運営に取り組むとしている。

メディア事業におけるユーザの動線



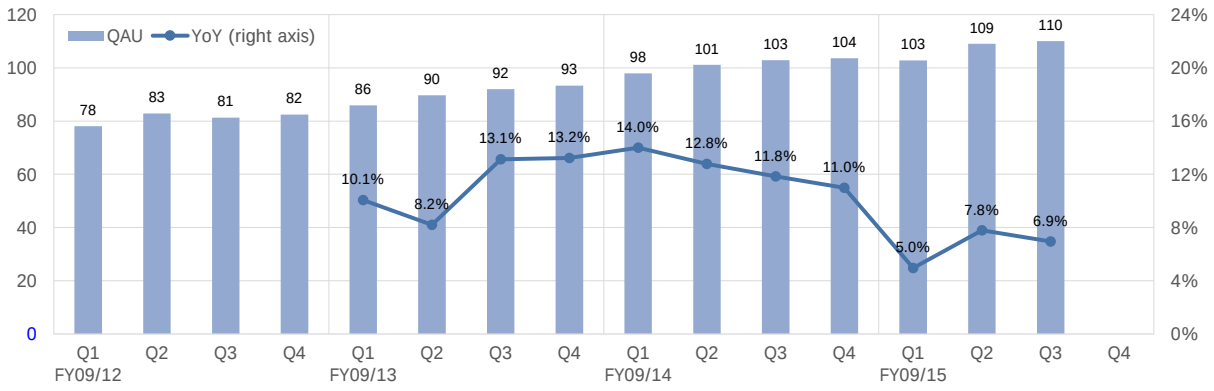
出所：会社資料よりSR作成

ECナビ：スマートフォン向けを強化、アクティブユーザ数及びARPU拡大を狙う

QAUが伸び悩み。スマートフォン対応を強化

自社メディア事業では、PC市場向けにQAU（Quarterly Active Users、四半期平均アクティブユーザ）の伸び悩みが見られることから成長市場であるスマートフォン向け対応を強化し、アクティブユーザ数及びARPU（Average Revenue Per User、1ユーザあたりの平均売上高）の拡大を狙っている。スマートフォン向けアプリ及びウェブサイトにおける各種機能をPC向けと同様に引き上げることで、アクティブユーザ数の増加を促し、また、ポイントの貯め易さや貯める楽しさを充実することでユーザの定着率上昇を図る考えとみられる。

QAU推移（‘万人）



出所：会社資料よりSR作成

ドゥ・ハウスとの業務提携は自社メディアと補完関係にあり、ARPU上昇に寄与する可能性

同社は2015年4月にサンプリング事業や店頭プロモーション事業などを展開するドゥ・ハウス社に22.3%を出資し持分法適用会社とした。狙いは同社自社メディアと補完関係を構築するドゥ・ハウスの業務提携。これは、同社がメディア事業で保有する710万人（2015年4月時点）のユーザ基盤にドゥ・ハウスの企業向けプロモーションサービスを提供することで、相乗効果を狙うというもの。例えばECナビのユーザにメーカサンプルを提供しフィードバックを得ることで、ユーザも満足し、同社も手数料の獲得（=ARPUの上昇）に繋がる。

同社ではARPU上昇の方針を打ち出しており、ドゥ・ハウスとの提携もその一環である。

ドゥ・ハウスについて：ドゥ・ハウスは、「モラタメ」、「テンタメ」といったサンプリング事業や店頭プロモーション事業等を展開している。2014年9月期の売上高は2,214百万円、主な外部株主はインプレスホールディングス（東証9479）、トランスコスモス（東証9715）、博報堂（東証2433博報堂DYホールディングス100%子会社）、三菱商事（東証8058）。取引先はメーカー・小売業・金融機関・公共サービスほか500社、受託プロジェクト本数は年間約2,500本。また、設立は1980年、資本金427百万円（資本準備金含めて676百万円）、2015年4月時点の従業員数は110名（社員数は93名）

資本業務提携の内容：同社メディア事業における710万人のユーザ基盤を、ドゥ・ハウスの提供する「モラタメ」「テンタメ」等の企業向けプロモーションサービスにおいて活用することによる相乗効果を追及するとともに、ドゥ・ハウスが有するナショナルブランドメーカーを中心とした直接販売チャネルを活用した、新規メディアや商材の開発等の施策を進めていくとしている。

国内ポイントサイト市場は成熟が近いとして、将来的にはリアル店舗との連携で成長を狙う

同社では国内のポイントサイト市場は成熟が近いとみているが、一方で、リアル店舗との接点を、スマートフォンを用いて広げることで非連続の成長があるのではないか、との見方を示している。将来的には、各個別店舗で行っているポイントサービスを集約化して仮想的なポイントネットワークの構築を指向しているとみられる。

新規事業

同社では、今後の更なる持続的な成長・発展を遂げるべく、既存事業の拡大や新規事業の開発に加え、M&Aの検討等の非連続的な成長へ向けた取組みを進めている。そうしたなかで、3つ目の事業の柱を狙い、毎期一定程度の投資を多方面に行っている。その一方で、M&Aによる事業拡大も視野に入れており、現状のキャッシュフローを有効に用いていく考えである。

コミットメントライン契約及び当座貸越契約締結について

同社は2015年4月にコミットメントライン契約（借入極度額15億円）及び当座貸越契約（同25億円）総額40億円を銀行との間で締結（契約期間は1年間）したことを発表した。このコミットメントライン契約及び当座貸越契約締結によって、これら事業展開での資金需要に伴う手元資金の一時的な減少を防ぎ、経営の安定化と機動的な資金調達が可能になるとしている。

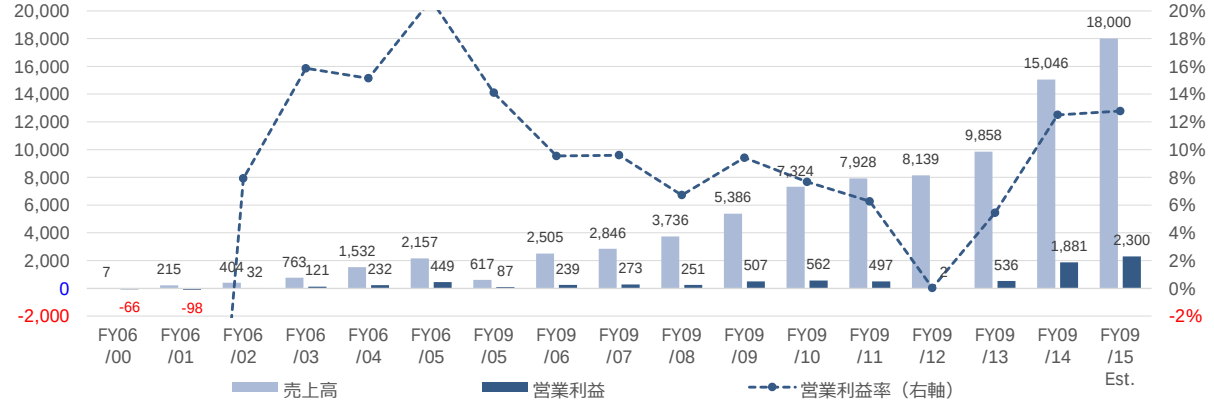
事業内容、市場とバリューチェーン

事業概要

事業の変遷

同社はインターネット領域に特化したサービス開発企業。1999年の設立後、市場や顧客ニーズの変化へ最適な対応を図るため、様々な事業変遷を経てきた。そうしたなか、ここ数年はインターネット広告におけるプログラマティック取引市場（広告在庫のオンライン上での自動取引）の急速な拡大を背景に、SSP（ネットメディアの広告収益の最大化を図るプラットフォーム）及びスマートフォン向け事業が同社業績を牽引している。

業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

創業期～第一次成長期（1999年～2004年）

設立当時は懸賞サイトを運営、複数メディアを束ねて売上高10,000百万円を目指した

設立当時はネットの中のキャンペーン情報を集めた懸賞サイト「MyID」を運営しており、複数の大手ネット関連企業からM&Aの打診を受けるなか、2001年にサイバーエージェント（東証1部4751）の子会社（2012年5月時点の出資比率72.7%）となった。当時は売上高10,000百万円を目指しており、懸賞サイトに成長の限界が見えたこともあって、複数のメディアを立ち上げるなど横展開を図ってきた。

2004年7月に価格比較サイト「ECナビ」の運営を開始

2005年6月期には売上高を2,157百万円まで成長させる一方で、複数の小規模のメディアを束ねて売上高10,000百万円（例えば500百万円×20）を積み重ねるのは容易ではないことから、コアとなるメディアを伸ばしていく方向に経営方針を転換する。ただ、同社に広告収入をもたらす広告主にとって、懸賞サイトを閲覧する層は魅力的には映らず、コアのメディアとして育てていくには限界を感じた。こうして立ち上がったのが、「MyID」をリニューアルした「ECナビ」で、2004年7月に運営を開始した。

事業構造変革期（2005年～2011年）

検索エンジンのシンジケーション事業を開始

そうして、価格.com（カカクコム（東証1部2371）が運営）以外の価格比較サイトが淘汰されていく中で、ロボット型検索機能を差別化に価格比較サイト兼ショッピングサーチ市場に参入する。

このように2006年までは順調に業績を伸長させてきたが、同時に組織も肥大化したことで事業部制を導入。そし

て、現在に繋がるように新しい事業を複数立ち上げていった。この中の一つが現在のアドテクノロジー事業に繋がる「検索エンジンのシンジケーション事業（以下、シンジケーション事業）」である。

シンジケーション事業が業績を力強く牽引

当時同社は、ECナビ上でYahoo!の検索エンジンをカスタマイズして導入し、検索結果と同時に検索連動型広告を表示するようにして広告収入を得ていた。これを、他のメディアに導入するサービスを2007年に立ち上げ、オーバーチュア（2009年に現ヤフー（東証1部4689）傘下に）と提携して検索連動型広告の導入支援を行ってきた。この事業は大きく成長し、同社は2008年に同事業を行う100%子会社adingoを設立、年間3,000百万円近い売上を計上するまでになった。

シンジケーション事業のビジネスモデルの崩壊

しかしながら、2010年7月にYahoo! Japanは検索エンジン並びに検索連動型広告配信システムをGoogleのシステムに切り替えることを決定、同社はヤフーと提携して進めてきたシンジケーション事業を新規に行うことが難しく、且つ、既存契約についても見直しが必要になってしまった。当時の同社の営業利益は562百万円（2010年9月期）であり、粗利益で1,000百万円を超える事業が数年でなくなる可能性が高いことは死活問題となった。

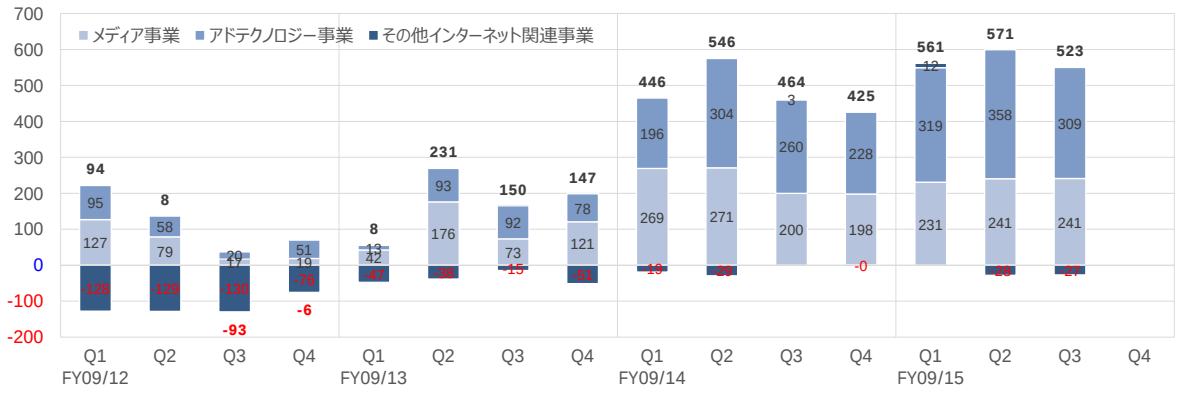
第二次成長期（2012年～）

SSP「Fluct」が立ち上がる

そして、これを取り返す新しい事業として出てきたのがSSP「Fluct」である。同社はシンジケーション事業に代わる新たな収益源となるソリューションを提供すべく開発を進め、2010年10月にメディアが広告収益を最大になるように広告をコントロールできるSSPシステム「Fluct」のサービスを開始した。同社の売上成長は2011年9月期、2012年9月期と伸び悩んで見えるが、これは、このシンジケーション事業の落ち込みと「Fluct」の売上成長が重なった時期が2012年9月期であったことが理由である。

その後は、ECナビを中心としたメディア、SSP「Fluct」、Zucks（2011年４月にスマートフォンにおける広告サービスに特化した会社として設立）を中心としたアドテクノロジーを事業の両輪として現在に至っている。

セグメント別営業利益推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

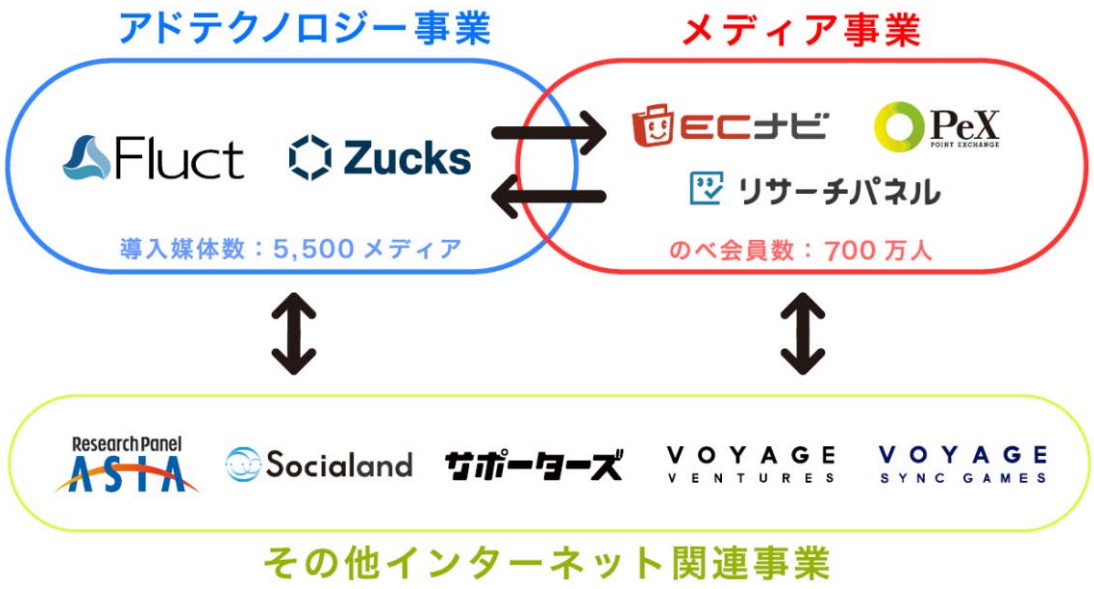
現在の事業構造

「VOYAGE GROUP」は、連結子会社19社、持分法適用会社2社からなる

事業毎に法人化を進めたグループ連結経営

現在、同社グループは同社及び連結子会社19社、持分法適用会社2社で構成されている。グループ会社が多いが、これは各事業の法人化（子会社化）を進めてグループ連結経営を基本に事業展開を図っているため。狙いは、1）事業単位毎に責任を明確化することによって、意思決定のスピードを上げる、2）親会社において管理業務を集中させてグループガバナンス構造を構築することで、グループが一体となった戦略の下での事業展開を可能にする、である。

事業の全体図



出所：会社資料よりSR作成
注：のべ会員数及び導入媒体数は2014年9月末現在

主要グループ会社一覧（2015年4月時点）

	子会社	出資比率	設立	主な事業など
アドテク	adingo（アディンゴ）	100.0%	2008年06月	SSP「Fluct」
	Zucks	100.0%	2011年04月	アドネットワーク「Zucks Ad Network」、リワード広告「Zucks Affiliate」
	SAICRAFT	100.0%	2014年11月	スマートフォン上で、国内及び海外の人気キャラクターの収益化支援事業を展開
	intelish	51.0%	2015年02月	プレミアムな広告枠を中心としたプライベートマーケットプレイスの企画、開発、運営
メディア	VOYAGE MARKETING	100.0%	2007年01月	ポイント交換サイト「PeX」、ポイントソリューション
	リサーチパネル	60.0%	2005年11月	アンケートモニターサイト「リサーチパネル」
	メルメディア	65.0%	2014年12月	「朝時間.jp」などコンテンツメディアの企画・運営
その他	Research Panel Asia Inc	100.0%	2009年10月	グローバルのオンラインリサーチ事業
	ソーシャランド	100.0%	2012年04月	ソーシャルメディアを利用したマーケティング活動など
	サポーターズ	100.0%	2012年04月	新卒採用支援事業
	VOYAGE VENTURES	100.0%	2011年03月	ベンチャー企業支援
	関連会社	**出資比率**	**出資月**	**主な事業など**
持分法会社	マーケティングアプリケーションズ	20.9%	2013年12月	市場調査、データ集計・レポート作成等マーケティング関連アプリケーションの提供
	ドゥ・ハウス	22.3%	2015年04月	サンプリングマーケティング事業

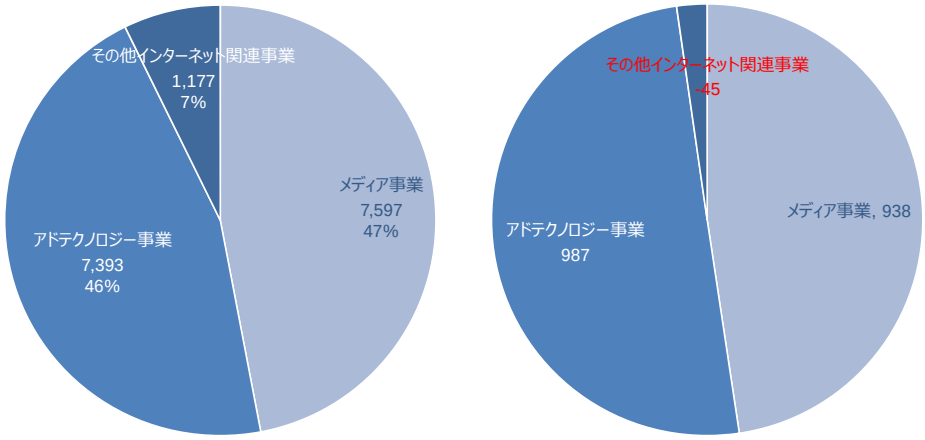
出所：会社資料よりSR作成

セグメント構成

セグメントは3つ。インターネット市場において、ネットメディア（例えばYahoo！などのWebサイト）側に立って広告収益の最大化を支援するアドテクノロジー事業（2014年9月期売上高構成比46%）、ポイントサイト「ECナビ」を擁するメディア事業（同47%）を主力事業に、その他インターネット関連事業で、新たな成長の柱を模索している。

以下、各セグメントの概略について説明する。

セグメント別売上高（左図）及び営業利益（右図）構成比（百万円）

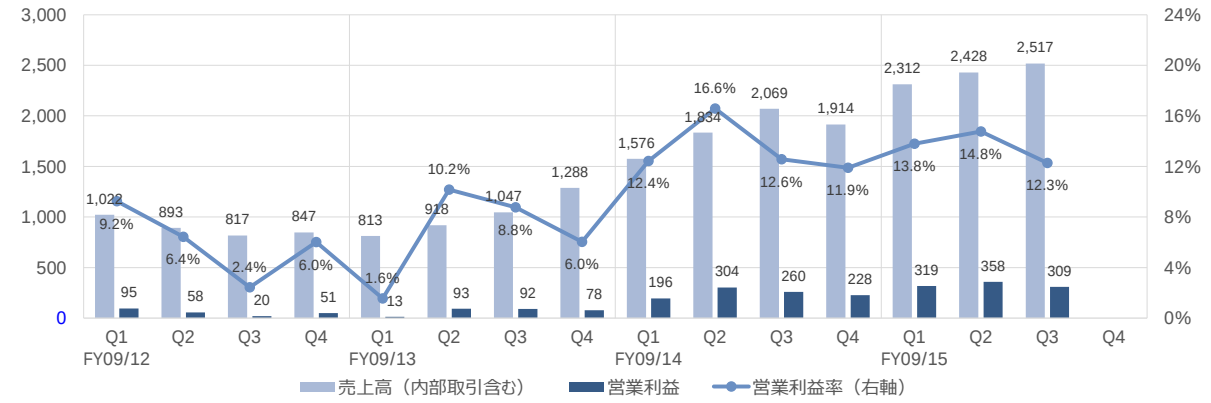


出所：会社資料よりSR作成

事業セグメント

アドテクノロジー事業

業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

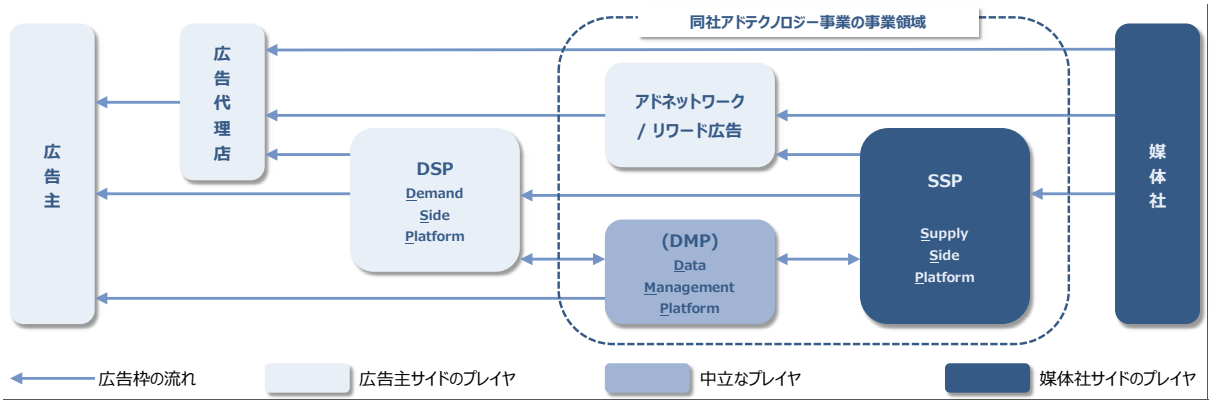
ネットメディア側の立場で、広告収益の最大化を図る

アドテクノロジー事業は、インターネット広告市場において、例えばYahoo! 等のネットメディア側の立場で、Webサイトにおける広告収益の最大化を図る手段を提供している。「立場で」としたのは、広告枠の媒体社（メディア）から広告主（例えばゲーム会社等）の流れの中で、広告収益を最大化したいメディアと、広告費用を抑えて広告効果を最大化したい広告主ではその立ち位置が異なるため。

PC向けSSPでは市場シェア30%とトップ企業、スマートフォンでは先行者を猛追

同社の提供するサービスは、1）PC及びスマートフォン向けSSP（ネットメディアの広告収益最大化を図るプラットフォーム）、2）スマートフォン向けアドネットワーク（広告を配信するネットワーク）「Zucks Ad Network」及びリワード広告（アプリやWebサイトに表示する成果報酬型広告）「Zucks Affiliate」、他。SSP市場におけるシェアは同社推定20%、PC向けに限れば30%弱（ともに2014年9月期時点）。スマートフォン向けアドネットワークでは先行者である「nend」を追う立場（同社の関連売上高はnendの1割弱）にある。

インターネット広告市場における、同社アドテクノロジー事業の位置づけ



出所：会社資料よりSR作成

インターネット広告におけるRTBの仕組み

上表はインターネット広告市場における全体像を表しており、図表内の矢印は広告枠の流れを示したもの。例えば、我々がYahoo!（月間総ページ数60,561百万PV、2014年10～12月）のトップページを表示した際、右上に広告枠が表示されるが、同社はまさにこうした広告枠の取引に深く関わっている。

同社はメディア側に立った広告収益最大化の仕組みであるSSPを保有しており、以下は、広告枠の収益化に同社のアドテクノロジーであるSSPがどのように関わっているかについて、その広告枠に実際に広告が表示されるまでの0.1秒を説明したものである。

SSPを通じての、広告枠に広告が表示されるまでの一連の工程

まず大前提として、ネットメディア（Yahoo!などのポータル、個人ブログ、Twitter、Youtube、あらゆるWebサイト）で広告枠を持つメディアは、広告枠から得られる広告収益を最大化したいと考えていることに留意。

- **1）広告枠にインプレッション（広告の表示）機会の発生**
  A氏がPCのブラウザでサイトXを訪問。サイトXに設定されている広告枠に広告表示（インプレッション）の機会が訪れる。
- **2）広告枠オークションへの招待**
  A氏の情報（効果的な広告を表示するために検索履歴や閲覧履歴等）や、閲覧しているサイトXに表示されている広告枠のサイズ等がSSPを通じて、SSPに接続している複数の提携DSPに一斉に配信される。
- **3）オークション参加権利争奪予選会開催**
  DSP内では、各広告主の指示通りに最適化して算出した入札価格同士で、予選を行いオークションへの参加者を決定し、SSPに提示。
- **4）オークション開催！**
  各DSPからもたらされた入札価格を基にオークションを行い、入札価格N円を提示した勝利した広告主Sが決定。
- **5a）オークション成立**
  SSPはメディアが広告枠に設定した最低落札価格L円と照らし合わせ、入札価格N円が最低落札価格L円を上回った場合は、N円を提示した広告主Sの広告がサイトXの広告枠に表示される（2nd プライスオークションシステムを採用しており、入札価格は2番目に高い価格が採用される）。
- **5b）オークション不成立**
  入札価格N円が最低落札価格を下回った場合は、サイトXの広告枠はSSPが接続しているアドネットワークからアドネットワークが配信した広告主Tの配信を受ける。

DSP：広告主のコスト対広告効果最大を図るプラットフォーム、広告収益の最大化を狙うSSPとは逆の立場。DSPはRTBによるリアルタイムオークションを可能にし、複数のアドネットワークやSSPに対して一元管理を可能にし、また、蓄積した膨大なデータを基にした分析して広告効果の最大化を図っている。

また、上記の例では、DSPでオークション不成立となり、アドネットワーク行きとなった広告枠はそれを保有するメディアの価値に関わらず同一の価格で販売されることが多い

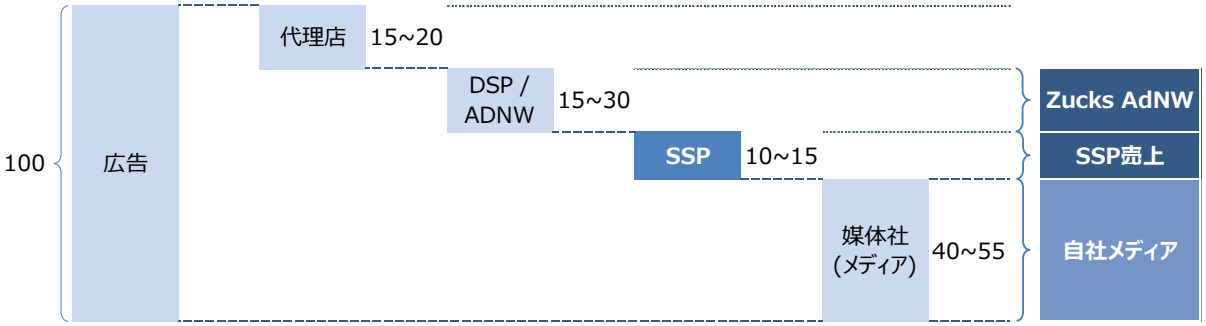
2nd プライスオークションシステム：最高落札価格を提示したA氏が落札者となるが、落札価格は二番目の落札価格を提示した価格となるオークション方式で、高い価格を引き出すとされている。

広告枠と広告費用

広告枠（媒体社→広告主）と、広告費用（広告主→媒体社）は逆の流れ

一方、上述の広告枠の流れとは別に、売上の源泉となる広告費用がどのようなバリューチェーンを形成しているかを考えてみたい。下図は、広告費用を100として、各段階を経ていくに従ってどのようにメディアに収益をもたらすかを模式化したものである。広告費用は、まず広告代理店に手数料が落ちる。そして残りをDSPやアドネットワーク、SSPと分け合いながら、媒体社（同社にとっての顧客）に広告収益が渡される。このように、広告費用は広告枠とは逆方向に流れていく。

広告費用がメディアの媒体社にまで流れる過程



出所：会社資料よりSR作成

SSPは媒体社の収益を、DSPは広告主の広告効果を、各々最大化を図る

ここで問題となるのが、RTB取引されるDSP/SSPでの勝負。DSPは広告主側に立って「広告」をいかに低コストで効果的に出稿するかを、SSPは媒体社側に立って「広告枠」をいかに高く売れるかを競う。その武器となるのが広告・広告枠でありその先の接続先である。

DSPにとってはYDN（Yahoo Display Network）やGDN（Goodle Display Network）といった有力アドネットワークとの接続は必須であり、その先の広告主との直販ルートが重要になる。SSPにとっても、YDNやGDNと接続していないと販売率の向上は難しく、多数のDSP・アドネットワークと接続することで広告枠をいかに高く販売するかが重要になる。

SSP自体の粗利率向上と、他工程での粗利の獲得

現状、広告費用の配分においてDSP事業者がSSP事業者よりも多く獲得している傾向にある。同社ではまだ、RTB化があまり進んでいないスマートフォン向けの市場で、アドネットワーク「Zucks Ad Network」を拡大することによって、SSPだけではなくアドネットワークの部分の粗利も得て、粗利率の向上につなげようとしている。

ネット広告市場が、SSPやDSPといったRTB取引に至るまで

ただ、過去からSSPやDSPといったRTBが存在した訳ではなく、現在も全てがSSPになっている訳ではない。スマートフォンにおいては、広告主がゲーム会社など一部業種のみに偏重し社数も限られていることや、大手アドネットワークの存在感が大きいことから、SSP市場はまだ小さくアドネットワークが主流である。

以下、過去のネット広告市場を俯瞰し、そして、変遷を辿ってみたいと思う。

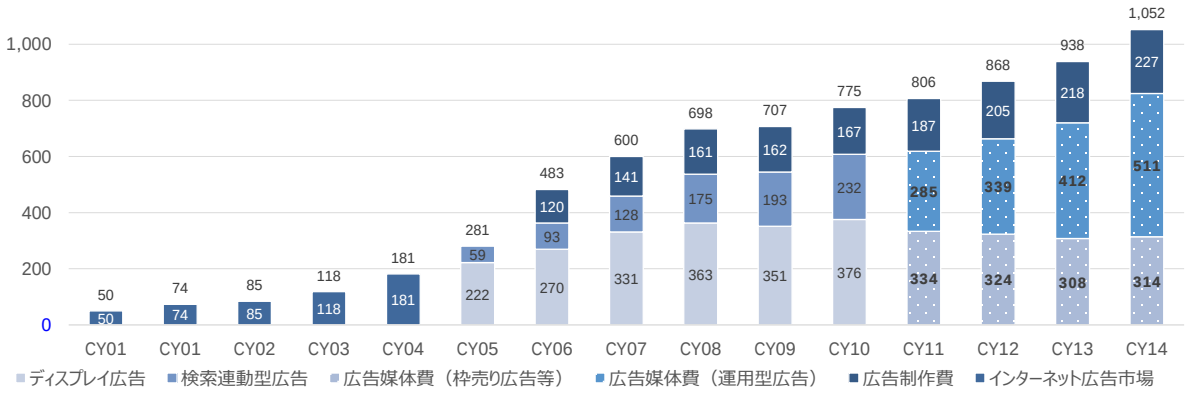
インターネット広告市場

国内インターネット広告市場

国内の広告市場は、TVや新聞等の既存メディアにおいては伸び悩みがみられるが、インターネット広告市場は着

実に成長を続けている。その規模は、電通（東証1部4324）の調査によると2014年の市場規模は前年比12%増の10,519億円。そのなかでも、広告収益/広告効果の最大化を担うアドテクノロジーを活用した運用型広告は前年比24%増の5,106億円と3年連続で20%前後の伸長を見せており、急成長を遂げている。

国内インターネット広告費の推移（十億円）

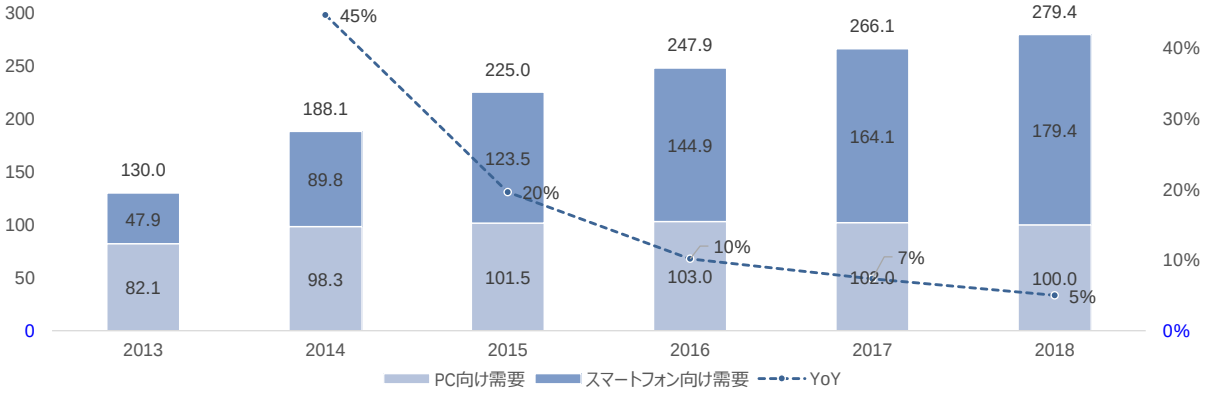


出所：電通資料よりSR作成

プログラマティック取引市場は、前年比約20%増の2,250億円と予想

とりわけ、2011年頃より普及が進んだプログラマティック取引市場（広告の1表示毎にリアルタイムでオークション/入札で広告を選択するシステム）は、PC向け需要が一巡し、近年はスマートフォン向け需要が拡大し、その成長を牽引している。同社の調査によると、2015年の市場規模は前年比19.6%増の2,250億円と順調な拡大を予想。デバイス別には、PC向け需要が前年比3.2%増の1,015億円、スマートフォン向けが前年比37.5%増の1,235億円と予想している。

プログラマティック取引市場規模（十億円）



出所：会社資料よりSR作成（2015年8月26日プレスリリース）

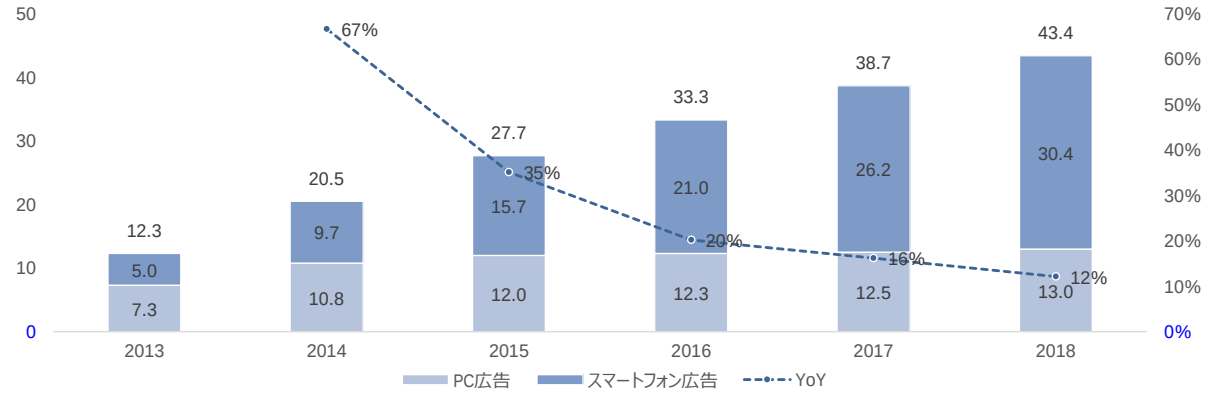
プログラマティック取引市場の拡大に合わせSSP広告取引流通総額が順調に拡大。

プログラマティック取引市場の中でも、SSPはインターネット広告流通が多様化し、媒体社のインターネット広告運用における効率化需要の高まりに伴い、過去数年間で着実に普及が進み、近年は海外大手事業者によるサービスの提供も行われている。一方、市場競争の高まりにより、大手事業者主導のもと市場再編も進んでいる。

SSPの広告取引流通総額は、市場拡大が続くプログラマティック取引市場の中で、DSPやアドネットワークなど複数の取引チャネルから広告配信を受け、過去継続して拡大を続けてきた。同社調査では2018年のプログラマティック市場におけるSSP取引流通額は、434億円規模に達すると予想。要因として、1）牽引役がPC向け広告に代わって主にスマートフォン向け広告がとなることが予想されること、2）広告フォーマットとして、動画広告やネイティ

ブ広告など新しいタイプの広告流通が増加し、取引流通額の増加が見込まれること、をあげている。

SSP広告取引流通総額予測（十億円）



出所：会社資料よりSR作成（2015年8月26日プレスリリース）

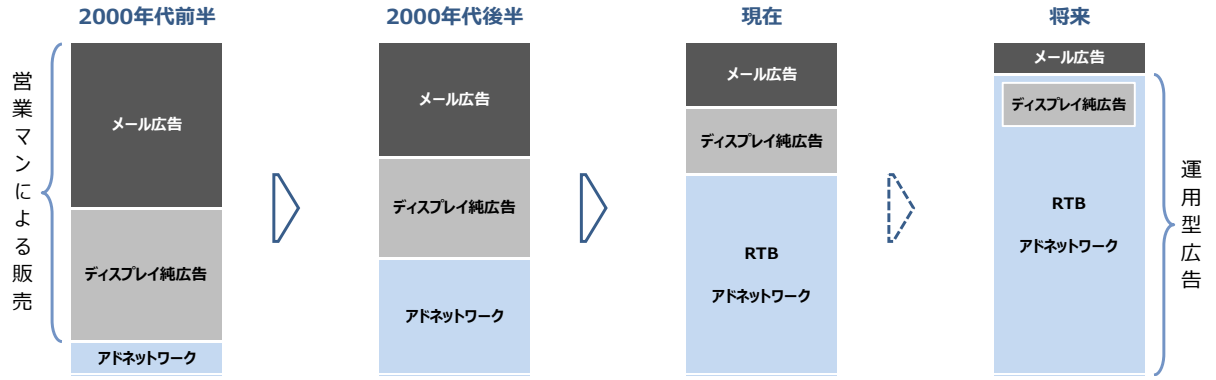
市場変遷

このように、アドテクノロジーを活用した運用型広告が増加している背景は、繰り返しになるが、広告の出稿元である広告主は費用対効果を、メディア内の広告枠を販売する側の媒体社は広告収益の最大化をそれぞれ志向する傾向にあるため。

これまでの営業マンが販売する純広告から、買い手と売り手がリアルタイムで取引を行うプログラマティック取引による広告（広告枠）が増加したことで、同社が行っているSSPアルゴリズムによる自動販売経由での取引が急速に普及している。

運用型広告：広告の最適化を自動的もしくは即時的に支援する広告手法。検索連動型広告やRTB（Real Time Bidding）広告が含まれる
プログラマティック取引：RTBを含むデジタル広告在庫のオンライン上での自動取引のこと

ネットメディア広告商品のトレンド



出所：会社資料よりSR作成

アドテクノロジーの進化・変革

ネットメディアにおけるディスプレイ広告は、1）最初期は広告主が掲載期間や特定メディアを選んで掲載していた「純広告」から始まり、2）広告を決められた通りに自動的に配信するシステムの「アドサーバ」が登場、メディアの広告枠に複数の広告をローテーション表示することも可能となり、販売方式もクリック保障の付与などの多様化が進んだ。

3）そして、複数のメディアを束ねるアドネットワークが登場し、広告主側はメディアの特性を活かしたいわゆる

ターゲティング広告を、アドネットワークを通じて簡単に配信することが可能となった。4) そしてアドネットワーク同士で、広告や空いている広告枠を融通し合うアドエクスチェンジと呼ばれる在庫取引市場が生まれた。

5）更なる効率化を目指して、いよいよ、複数のアドエクスチェンジやアドネットワークを一元管理、且つ、広告「効果」を最大化可能なDSPが登場、6）そしてメディア側でも、複数のアドエクスチェンジやアドネットワークを一元管理し、広告「収益」の最大化を実現するSSPが登場する。DSPとSSPが生まれたことで、これを接続することで、広告枠から広告主まで一気通貫でお互いの広告収益・広告効果を最大化すべくリアルタイムで競争入札できる市場が生まれたのである。

ネットメディアにおける広告収益最大化手法の変遷

こうした流れを、メディア側の広告枠サイドで見ると以下のようになる。

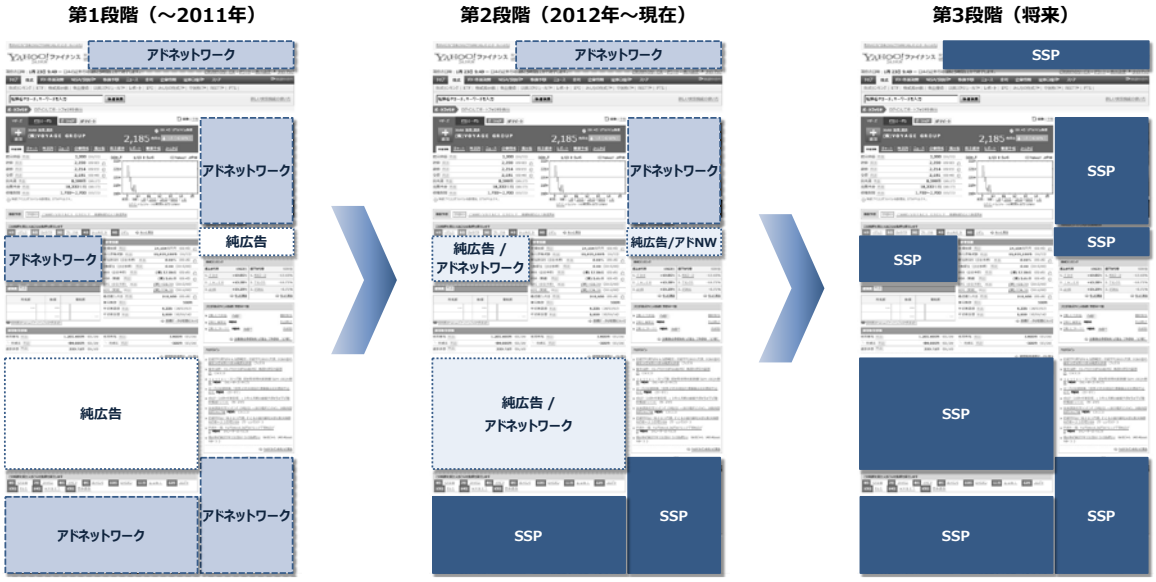
2011年までを第1段階「手動での枠単位での最大化」とすると、メディアは広告枠を枠単位で純広告、アドネットワーク、アフィリエイト等に設定して、広告枠毎に広告収益最大化を目指していた。

2012年以降は、第2段階「一部の枠にて枠販売率の最大化」に入り、純広告の販売率が悪い枠では単価が安くても枠の販売率を上げることで収益最大化を目指している。現時点のメディアは概ねこの段階にいる。

将来的には第3段階「全ての枠で枠販売率の最大化とオペレーションの効率化を自動に」では、全ての枠にSSPを導入してオペレーションを効率化し、且つ、サイト全体での最大化を目指す方向に進むと考えられる。

2014年時点では、全ての広告枠でSSPが利用されている訳ではないが、将来的には全ての広告枠についてSSPを活用して管理・販売する時代になっていくと同社ではみている。

ネットメディアにおける広告売上最大化手法の変遷



出所：会社資料よりSR作成

SSP市場のリスク

ただ、成長しているSSP市場にもリスクは当然存在する。同社では、事業リスクとして、1）GDNやYDN、nendといった大手アドネットワーク事業者がDSP/SSPとの接続を停止すること（自分達でSSP/DSP機能を担う）、2）ア

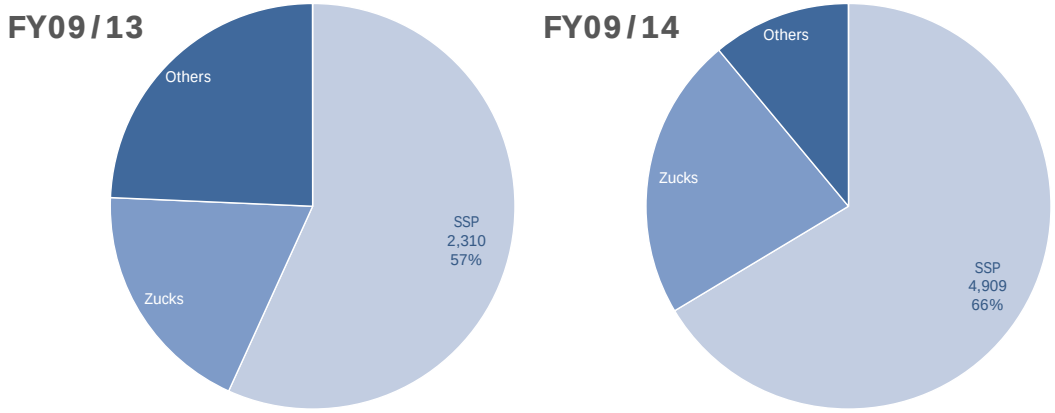
ドネットワーク事業者との事業コンフリクト（SSPとの競合）による接続停止、3）アドネットワークによるSSP機能の取り込み、4）競争激化による収益性低下による事業継続価値の毀損、をあげている。現状はリスクが顕在化していないものの、これらの動向には留意したい。

事業構造

そして、同社のアドテクノロジー事業のポートフォリオだが、2014年9月期売上高に対して、SSP事業が概ね3分の2を占め、残り3分の1をアドネットワーク、リワード広告、その他でほぼ等分している。また、SSP事業、アドネットワーク、リワード広告とも高い成長を続けている。以下、同社のSSP事業などについて説明する。

SSP (Supply-Side Platform)：メディアの広告収益を最大化させる仕組み
アドネットワーク：一広告主のアドサーバから複数のメディアサイトに跨って広告を配信するサービス。多数のメディアサイトによるネットワークが構築されており、広告主及び媒体社はアドネットワークが登場したことで、広告配信/広告枠を導入が安易になり、個々のメディア/広告毎に行っていた手続きや設定、分析を簡易に管理することが可能になった。

売上高に占める構成比（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

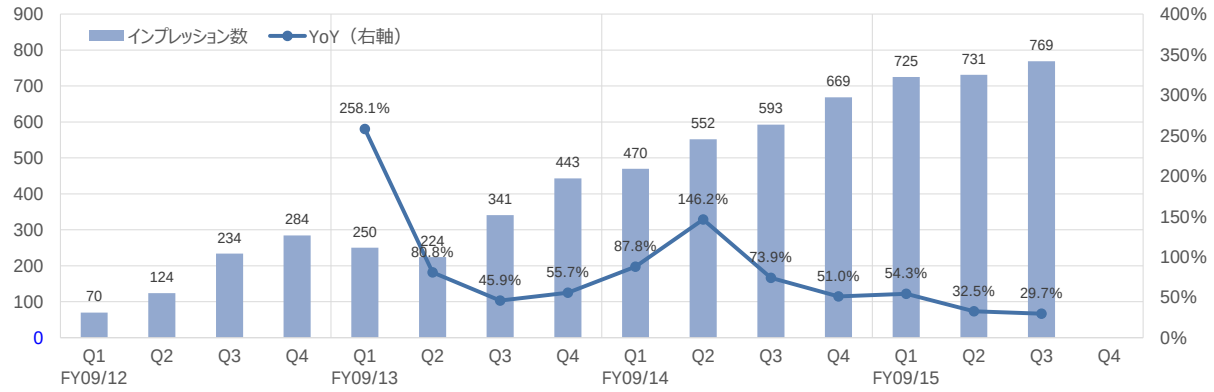
SSP事業

100%子会社のadingoがSSPプラットフォーム「Fluct」を運営している。「Fluct」はPC及びスマートフォン向けの国内最大級のSSPプラットフォームで、市場シェアは同社推定約20%（PC向けに限ると約30%）。

売上高について

SSP事業では前述のように、インプレッション毎に広告を配信することが出来れば、これに単価を乗じたものが売上高となる。即ち、【インプレッション数】×【広告配信に成功した版倍率】×【単価】で表される。同社では販売率がほぼ100%であるとのことであり、売上高はより単純化可能で、【インプレッション数】×【単価】となる。逆に言うと、販売率が常に100%と仮定するならば、擬似的な平均単価であるeCPM（effective Cost per Mille、1000インプレッションあたりのコスト）の推移も計算可能である。

インプレッション数推移（億インプレッション）



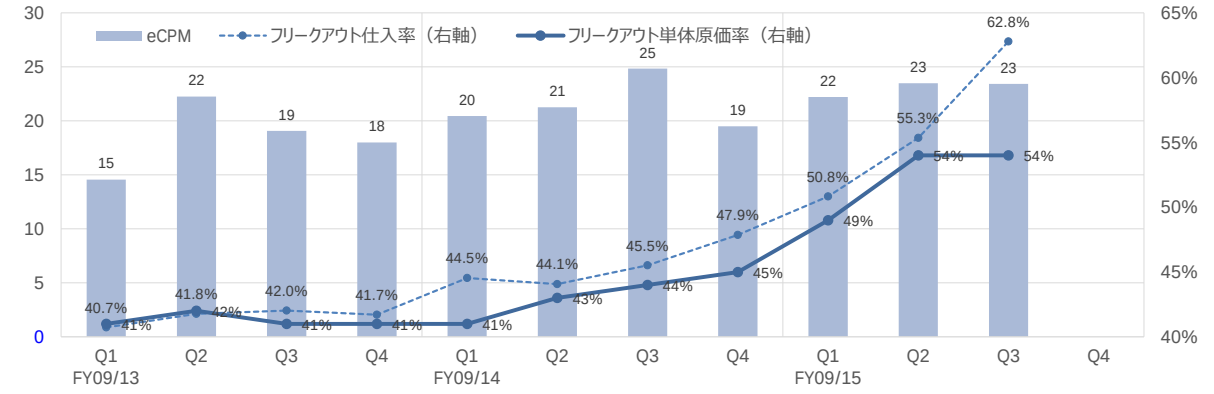
出所：会社資料よりSR作成

eCPMは改善基調

また、同社が推定するネット広告のバリューチェーン中の利益配分では、広告費用を100とした場合に、SSPは10～15だがDSPは15～30と配分割合が大きい。また、DSPは代理店分15～20を除いた80～85の中で15～30を稼ぐのが通常と同社では見ているともいえる。しかしながら、2014年6月に上場したDSP専業のフリークアウト（東証マザーズ6094）は50%以下の仕入率、換言すれば50%超の粗利率を稼ぎ出していた。

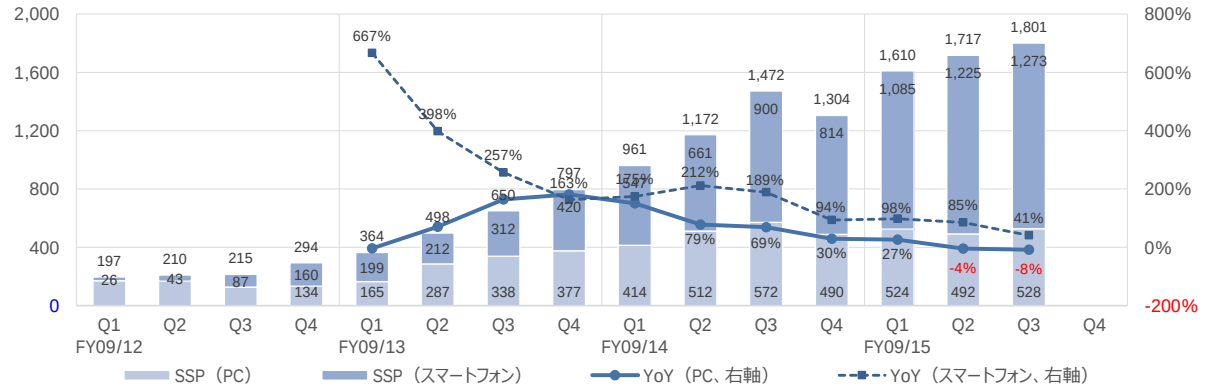
これは、SSP側から搾取していたとも言え、さすがにフリークアウトの仕入率は上昇傾向にあるが、一方、同社のeCPMもスマートフォン向けSSPの売上増などを背景に上昇しており、マージンが改善方向にあるといえよう。

推定eCPM（円）及びフリークアウトの仕入率（仕入高÷売上高）、単体原価率推移



出所：会社資料よりSR作成
注：フリークアウトのFY09/15 Q3の仕入率急激上昇は、同Q2に連結したM.T.Burn社の仕入高増による影響が大きい。DSPの変動費比率の動きは単体原価率の動きに近い

SSPの売上高推移



出所：会社資料よりSR作成

売上計上時期

同社の業績、特に四半期業績を分析する上では、売上の計上時期には注意が必要。アドテクノロジー事業では、例えば第1四半期（10～12月）の売上は、実際には9～11月の売上が1ヶ月遅れて計上される。そのため、2014年3月のように消費増税前の広告需要に特需が発生した場合は、第2四半期の業績ではなく、4月が含まれる第3四半期の業績に貢献することとなる。これは、SSP事業だけでなく後述のアドネットワークも同様である。

売上計上時期について

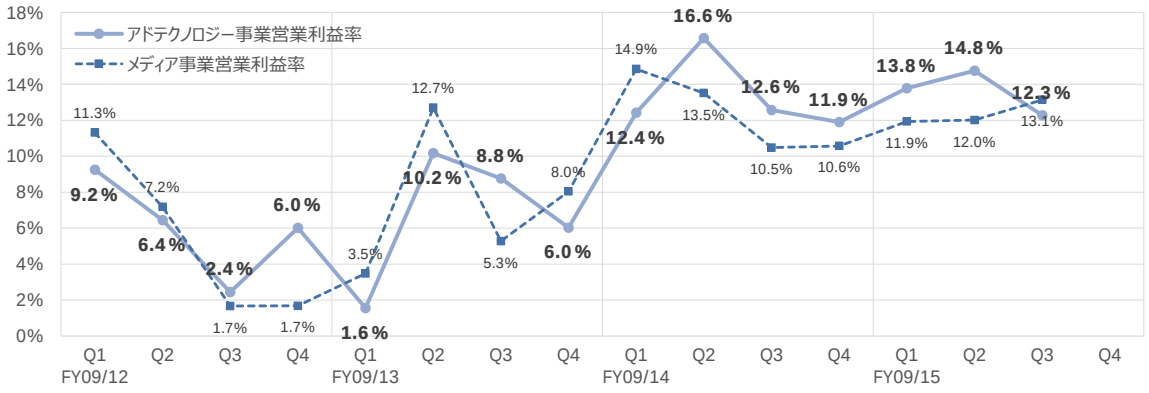
出所：SR作成

利益への影響

売上高は流れとしては上述のようにDSPもしくはアドネットワーク側からもたらされる。そして、その概ね8割を媒体社/メディア側に広告枠の仕入代として支払い、売上原価に計上している。(粗利率の動向はヒアリング予定)。スマートフォン向けでは今後競争環境激化により粗利率が低下する可能性がある点は留意したい。

アドテクノロジー事業はメディア事業よりも粗利率が低い反面、販管費比率は低位であり、結果、営業利益率はほぼ同等の水準（2014年9月期実績）。同事業は人を増やさずに売上高成長が可能な事業構造だが、経営資源が集中的に投下され、販管費は増加傾向にある。また、メディア事業のインフラ関連費用は販管費に算入されている。

アドテクノロジー事業営業利益推移

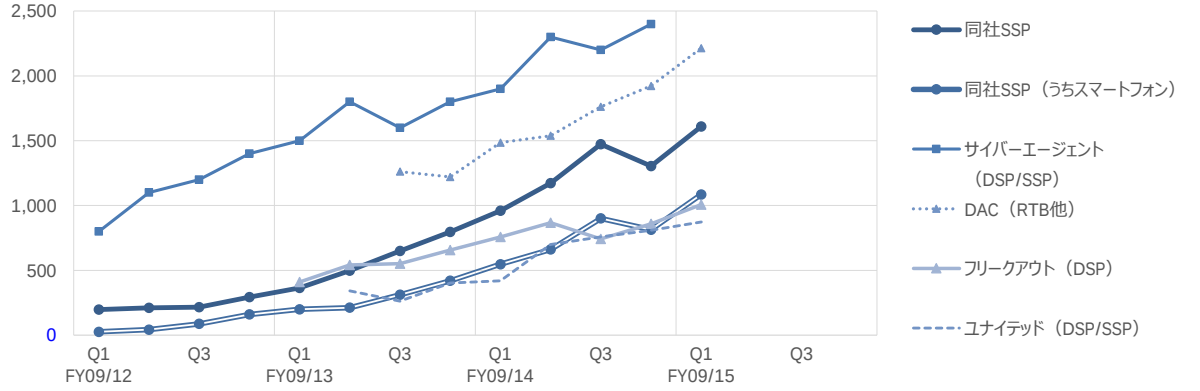


出所：会社資料よりSR作成

競合状況

同社資料を参考に主要な競合状況をまとめたものが下表である。PC向けでは広告配信数の伸びが落ち着きを見せ始めており、新規参入企業もあまりいない状況。ただし、スマートフォン向けには広告配信数は急激に増加し、SSP市場も急成長し、今後の市場規模拡大が予想されることから新規参入企業も多く、競争は激化している。

アドテクノロジー関連企業四半期売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成
注：DACはユナイテッド（DSP/SSP）を控除した数値

SSPにおける主要な競合企業

	adingo（同社）	Geniee	kauli	マイクロアド	ユナイテッド	PubMatic	Rubicon
SSP名称	Fluct	Geniee SSP	Kauli (2015年4月買収)	AdFunnel	adstir	-	-
専業/兼業	SSP専業	SSP専業	SSP専業	DSP/SSP兼業	DSP/SSP兼業	海外SSP専業	海外SSP専業
SSPの売上規模（四半期）	約16億円 (FY06/15 Q1)	同社の約1/2（SR推定）	同社の約1/3（SR推定）	-	-	-	-
imp数/月	約240億 (FY06/15 Q1)	-	-	-	-	-	-
接続済みDSP・アドネットワーク数	30以上 (2014年9月)	-	-	-	-	-	-
媒体数	5,000 (2014年9月)	-	-	-	-	-	-

出所：会社資料よりSR作成

SSP/DSPの参入障壁、特長など

	DSP	SSP
参入障壁	**普通**	**普通～高い**
	リターゲティングをベースとしたDSPであれば比較的参入は容易だが、反面、差別化も難しい	広告配信コストは規模の経済が働きやすく、先行者メリットが大きい
	サービスリリース時点で広告配信面が必ず必要となるが、後発だとなかなか大手と接続できない	サービスリリース時点で複数のDSP/アドネットワークとの接続が必要。後発だとなかなか接続できない
スイッチングコスト（顧客がSSP/DSPを切り替える際のコスト）	**低い～高い**	**低い～普通**
	パフォーマンス重視のDSP機能だけであれば、スイッチングコストは低い	トータルとしての収益性次第でスイッチングされることもある
	DMPなどでシステム連携が強化されていくとスイッチングコストは高くなる	
特長	**先行者有利な市場**	**先行者有利な市場**
	短期的には広告主への営業力が重要	収益性向上が重要。それに加えて媒体社に対しての課題解決力が求められるため
	中長期ではDMP等による広告主の囲い込みが重要になる	技術力、営業力、オペレーション力などSSPとしての総合力が重要

出所：会社資料よりSR作成

Zucks

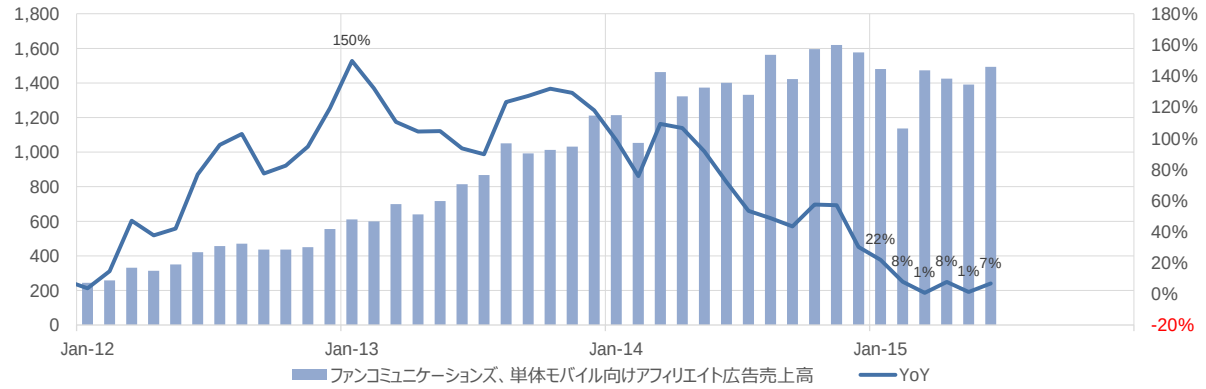
同社の100%連結子会社Zucksは、スマートフォン向け広告サービスを手掛けており、メディアの収益最大化、また、広告主のプロモーション効果の最大化を図るべく、2つのソリューション、1）アドネットワークの「Zucks Ad Network」、2）リワード広告の「Zucks Affiliate」を取り揃え、メディア及び広告主に提供している。

アドネットワーク「Zucks Ad Network」

スマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」は、スマートフォンサイトやアプリ上の広告をユーザがクリックした際に収益が発生するクリック課金（CPC: Cost per Click）型のアドネットワーク。

2014年9月期の売上高は同事業部門売上高の1割強と、スマートフォン向け大手アドネットワークの「nend（ファンコミュニケーションズ）」の同時期の売上高12,708百万円（前年同期比2.0倍）に比較すると売上規模は低位であるが、前期比の売上伸長率は2.8倍と高い成長を続けている。

ファンコミュニケーションズ単体モバイル向けアフィリエイト広告サービス売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

リワード広告「Zucks Affiliate」

リワード広告「Zucks Affiliate」は、スマートフォンに特化した成果報酬型広告で、ユーザがアプリのインストールや会員登録、購入といった行動を取った際に収益が発生する仕組み。

2014年9月期の売上高は同事業部門売上高の1割強だが、前期比では約1.8倍と高い成長が続いている。

「Zucks Ad Network」「Zucks Affiliate」を利用した際の広告表示例

インタースティシャル広告

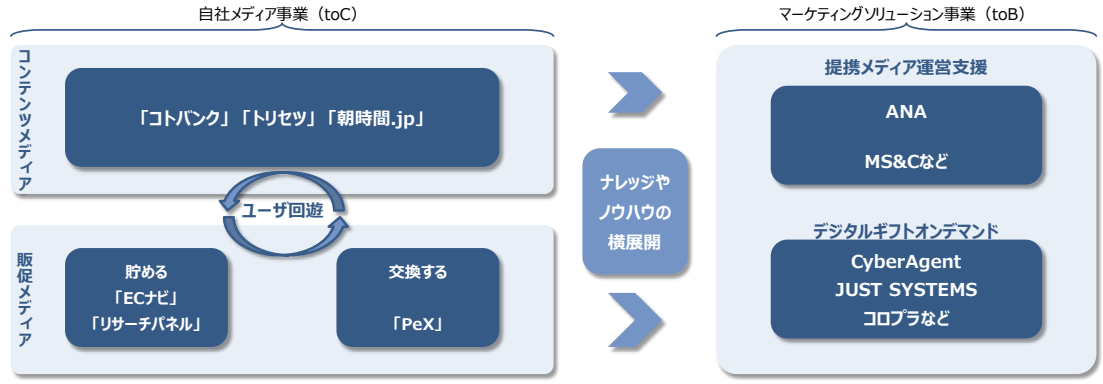
インライン広告

インストール等に対してインセンティブを付与

出所：会社資料

メディア事業

メディア事業の全体像



出所：会社資料よりSR作成

業績概要

メディア事業では自社メディア事業（売上構成比は2014年9月時点82.1%）、マーケティングソリューション事業（同17.9%）に分かれている。

自社メディア事業では、ポイント獲得サイトの「ECナビ」、ポイント交換サイトの「PeX」、アンケートに回答することでポイントが貯まる「リサーチパネル」等の販促メディアを企画・運営しており、独自のポイント経済圏を構築している。

マーケティングソリューション事業は、100%子会社のVOYAGE MARKETINGがポイント交換プラットフォーム「PeX」を運営してきた実績と知見を基に、ポイントに関するノウハウやソリューションを提供するポイントソリューション事業も行い、事業の横展開を図っている。

同社では、「ECナビ」「PeX」「リサーチパネル」による収益を自社メディア事業として開示しており、メディア事業の売上高から自社メディア事業の売上を控除した金額が、概ねマーケティングソリューション事業の収益に相当する。

ECナビ及びPeXのトップページ

出所：会社資料

自社メディア事業

独自のポイント経済圏を有するポイントサイトを運営

自社メディアでは、独自のポイント（「ECナビ」「リサーチパネル」はECナビポイント、「PeX」はPeXポイント）経済圏を構築しており、「ECナビ」や「リサーチパネル」で獲得したECナビポイントを、ポイント交換サイトの「PeX」で一旦PeXポイントに交換した後は、様々な商品やギフト券（amazon等）、電子マネー（Suicaポイントやポイント、WAONポイント等）、マイレージ（ANA、JAL等）、現金（みずほ銀行、ゆうちょ銀行等）に変換可能である。

自社メディアはほぼ一体となったマネジメント構造

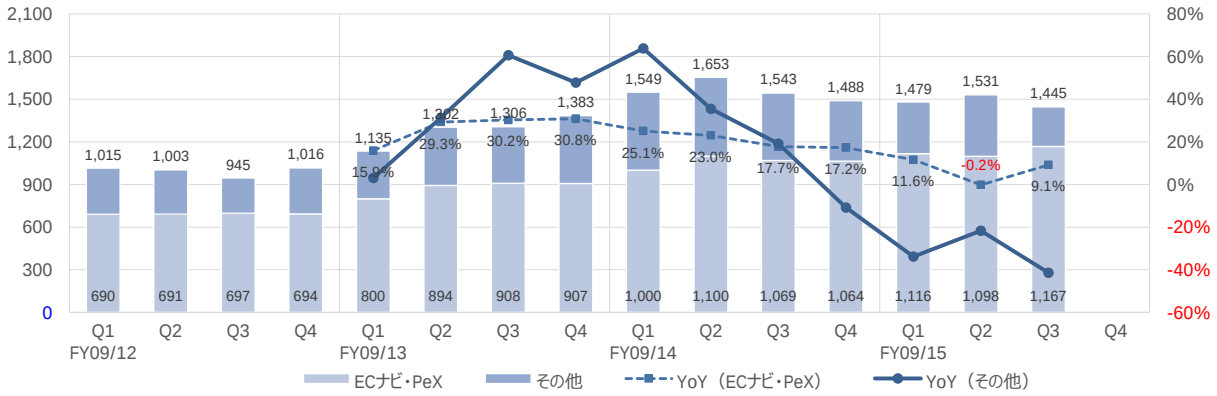
自社メディアは各々運営子会社・責任者が異なるものの、ほぼ一体となったマネジメント運営がなされており、自社メディア事業を一体で捉えることで業績の方向性が確認可能である。

自社メディア事業一覧（2015年1月時点）

サービス	ECナビ	PeX	リサーチパネル	コトバンク	トリセツ	朝時間.jp
特徴	国内最大級のポイントサイト	国内№1のポイント交換プラットフォーム	クロス・マーケティング社と協業。アンケートモニターサイト	朝日新聞社と共同運営する無料辞書サービス。ヤフー辞書とも業務	iPhone初心者のための無料アプリ	ライフスタイル提案型ポータルサイト
規模感	435万 会員数	125万 会員数	150万 会員数	250万 累計ダウンロード	180万 累計ダウンロード	100万 月間PV数
PC対応	○	○	○	○	○	○
スマートフォン対応（Web）	○	△	○	○	○	×
スマートフォン対応（アプリ）	△	×	×	○	○	×

出所：会社資料よりSR作成

自社メディア事業の売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

【販促メディア】：ECナビ

「ECナビ」は同社が手掛け、登録会員数は2014年9月末現在428万人、累計ポイント発行額は100億円相当額を超えるショッピングサイト。主な収益源は、「ECナビ」から誘導した提携ショップでのショッピングに応じた手数料、スポンサーサイトへの訪問や資料請求に伴う手数料、広告掲載料で、同社の売上高となる。また、売上高の一部をユーザにECナビポイントとして還元し、売上原価として計上される。

仮にユーザが1,000円のショッピングをしたとすると、平均20円弱（2%弱）のアフィリエイトによる収入が売上計上され、その内40%ほど（８円ほど）をユーザに還元するという仕組み。このように、ユーザがショッピングした際の粗利率は高い。

競合サイトとしては、国内大手ポイントサイトである「永久不滅.com」、カカクコムの運営する「価格.com」に

おけるショッピング検索機能などがあげられる。

【販促メディア】：PeX

「PeX」は100%子会社のVOYAGE MARKETINGが企画運営するポイント交換サイト。2014年9月現在、ポイントの交換元として110以上、交換先として50以上のサイト/サービスと提携を行っている。登録会員数は122万人を超え、月刊のポイント交換額（ポイント流入額）は350百万円相当額に達する。

収益源は、各種広告掲載料やポイント交換手数料。外部ポイントの交換においては、ポイントがギフト券等に交換された際にポイント分が売上に計上され、ギフト券等に交換された部分が売上原価となる。そのため、粗利率は低位である。

【販促メディア】：リサーチパネル

「リサーチパネル」は同社が60%出資する連結子会社リサーチパネルが運営する、ユーザがアンケートに回答することによってポイントを獲得できるアンケートモニターサイト。アンケートの回答で貯めたポイントは、「PeX」を通じて現金等に交換可能。会員数は2014年9月末150万人、顧客企業の多様な調査ニーズに対し、即座に的確に応えられるオペレーション体制を構築している。

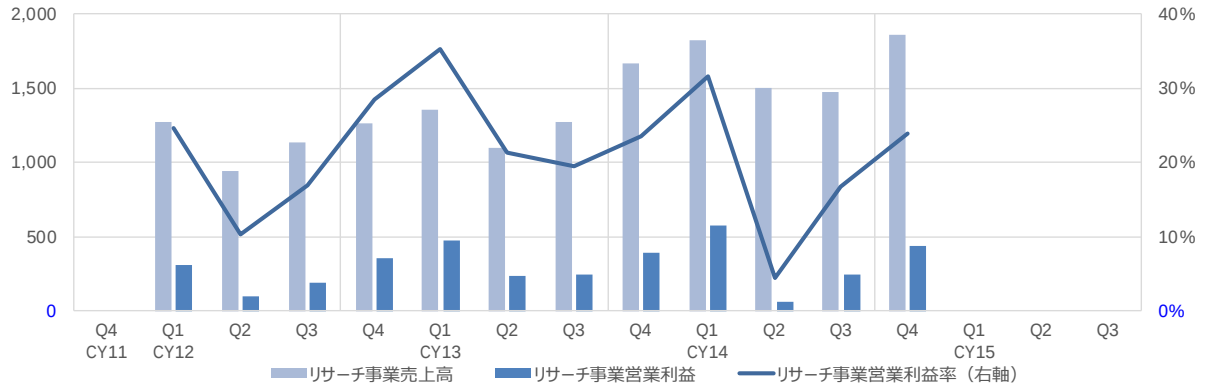
「リサーチパネル」は、クロス・マーケティング（東証マザーズ3675。リサーチパネルに40%出資）との提携に基づいて展開しており、クロス・マーケティングが事業会社や調査会社に提案･営業活動を行い、受託した調査案件に応じて「リサーチパネル」ユーザにアンケートが配信される仕組み。アンケートは統計的に集計・分析された後に顧客企業に納品される。

クロス・マーケティングが顧客企業から受け取る調査料のうち、パネル利用料が収益源であり、売上に計上される。アンケートに応じてユーザにはポイントが付与されるため、ポイントが売上原価となる。粗利率は「ECナビ」より低位である。

また、「リサーチパネル」は、クロス・マーケティングが提案・営業活動を行っている事業構造上、売上拡大のために同社が関与できる部分は少ない。アンケート需要についても顧客企業の景気に対する感応度合いの影響を大きく受け、企業が前向きな見方をしている際には需要は大きく増えるが、現状は消費増税後の反動減や円安等の影響を受けて国内内需系の顧客からの需要が減少している。クロス・マーケティングは2014年11月に2014年12月期業績の下方修正を発表したが、同時に中期経営計画を発表、国内リサーチ需要は2016年12月期に前期比5.9%増、2017年12月期は7.0%増を見込んでいる。

また、リサーチ事業としては、「リサーチパネル」以外に持分法適用関連会社のマーケティングアプリケーションズ（2013年12月に第三者割当増資により20.9%出資、旧社名ボーダーズ）と「ECナビ」上で「レシトク（レシートをスマートフォンの専用アプリを用いて撮影するポイントが貯まる）」などのリサーチ事業を運営している。同社では「リサーチパネル」は純粋なリサーチとして、ボーダーズとはマーケティングプラットフォームと位置付け、ともに発展を目指している。

クロス・マーケティングの国内リサーチ事業売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

【コンテンツメディア】：コトバンク

コトバンクは、朝日新聞、朝日新聞出版、講談社、小学館などの辞書から用語を一度に検索できるサービス。Yahoo!辞書とも提携している。スマートフォン向けアプリの累計ダウンロード数は2015年1月時点で約250万。

【コンテンツメディア】：朝時間.jp

朝時間.jpは、メルメディア（同社65%出資）が運営する、主に女性をターゲットにしたライフスタイル提案型のポータルサイト。月間ページビューは約100万（2015年1月時点）。将来的には、ライフスタイルコンテンツを保有する出版社等のコンテンツホルダーとの提携も視野に入れ、ライフスタイルに特化した新たなメディアの開発・運営も目指している。

マーケティングソリューション及びデジタルギフト事業

マーケティングソリューション事業は、ポイント交換サイト「PeX」を運営するVOYAGE MARKETINGが行っている。ポイント制度の導入支援、運用についてのコンサルティングサービスを行っておりバンダイ（https://point.p-bandai.jp/）、ANAホールディングス（http://www.ana.co.jp/amc/reference/tameru/mileagemall/、東証1部9202）等大手企業にも採用されている。

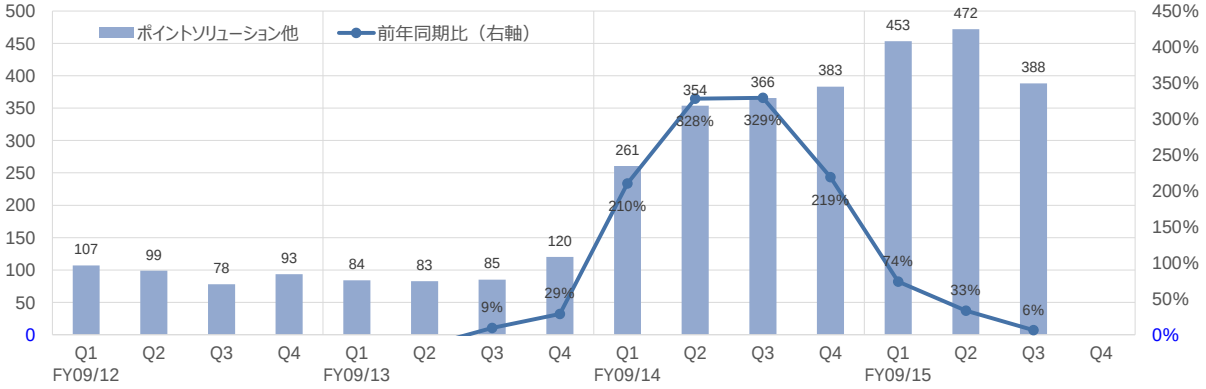
同社では、急激に爆発する事業ではないとコメントしているが、着実な業績の積み上げが期待される。

また、デジタルギフト事業（正確にはデジタルギフトオンデマンドサービス）もこれら売上にはふくまれている。デジタルギフト事業は、PC及びスマートフォンサービス事業者や広告代理店向けに、ポイント交換やキャンペーン等各種プロモーションのインセンティブとして、「Amazonギフト券」や「iTunesギフト券」「PeXポイント」などを提供し、利用した分のみ後払いするというサービス。

これまで、「Amazonギフト券」等をユーザにインセンティブとして取り扱う際には、サービス事業者側は、前払いで購入し、且つ、どれだけ使われるか予測して発注する必要があった。そのため、追加発注の手間や在庫リスクを抱えていた。同社のサービスは、ユーザからのデジタルギフト申込を、同社のPeXに直接連携させることで発注処理・在庫管理を不要にしたもので、企業側は無料で導入可能。

売上高はマーケティングソリューションよりもデジタルギフトの方が成長しているとのことだが、利益面ではデジタルギフトはある意味ギフト券のリセールの為に収益性は低位。同社では業績貢献としての成長余地はマーケティングソリューションの方が高いとみている。

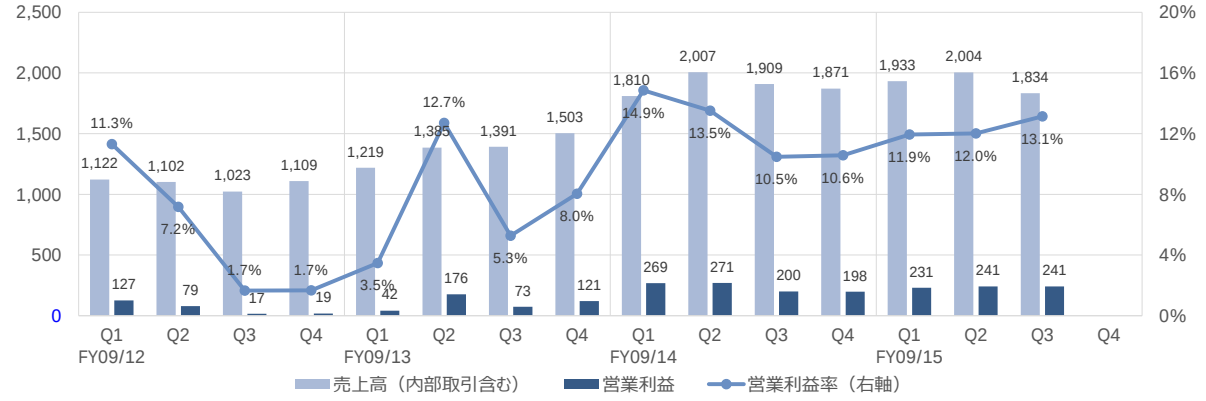
マーケティングソリューション事業売上高（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

業績動向

業績推移（百万円）



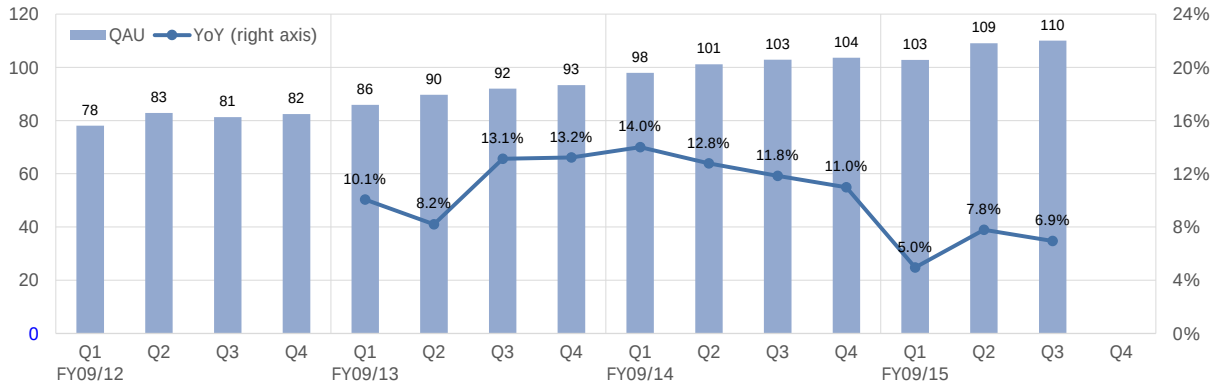
出所：会社資料よりSR作成

業績は、自社メディア事業において、1）PC市場向けにQAU（Quarterly Active Users、四半期平均アクティブユーザ）の伸び悩み、2）リサーチパネルの不振、といった要素はあるものの、リサーチパネルを除けば堅調に推移しており、また、マーケティングソリューション事業も成長が続いている。

QAUが伸び悩み。スマートフォン対応を強化

自社メディア事業では、PC市場向けにQAUの伸び悩みが見られることから成長市場であるスマートフォン向け対応を強化し、アクティブユーザ数及びARPU（Average Revenue Per User、1ユーザあたりの平均売上高）の拡大を狙っている。スマートフォン向けアプリ及びウェブサイトにおける各種機能をPC向けと同様に引き上げることで、アクティブユーザ数の増加を促し、また、ポイントの貯め易さや貯める楽しさを充実することでユーザの定着率上昇を図る考えとみられる。

自社メディアのQAU推移（万人）



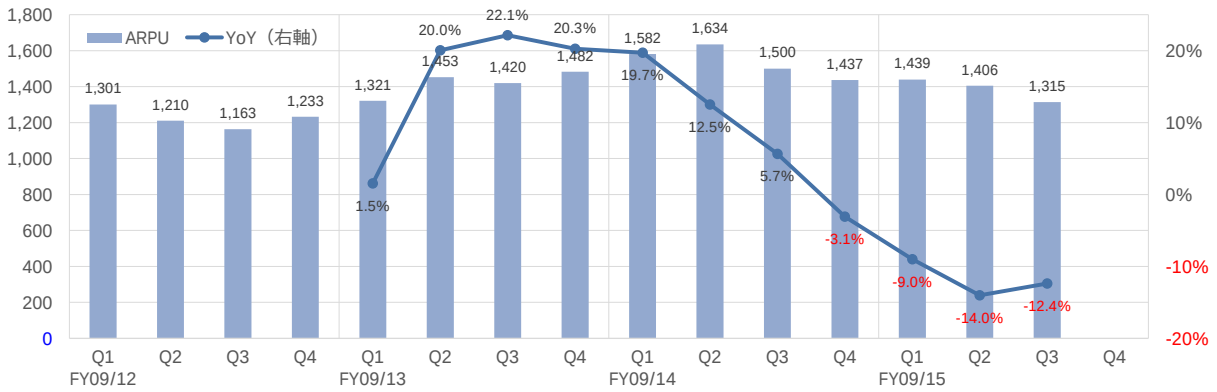
出所：会社資料よりSR作成

ARPUの低下：国内景気を背景としたリサーチ需要減、アドテクノロジー普及が主な要因

また、ARPUも2014年9月期第4四半期以降減少傾向にあり、メディア事業の売上高は2014年9月期以降成長が鈍化している。

ARPUは広告収入や販売手数料、リサーチ収入等が主な構成要素となる。2014年9月期の第4四半期以降、広告収入及びリサーチ収入の落ち込みが同社の想定よりも落ち込みを見せている。広告収入減は、収益性の高い純広告（広告主がメディアの広告枠を直接買い付ける仕組み）の減少によるもの。その背景はアドテクノロジーの普及であり、アドテクノロジー事業の成長の裏返しでもあり、自動配信系の広告の増加に従って、旧来型の純広告が減少しているため。リサーチ収入の減少は、国内企業のリサーチ費用を手控えたことによるもので、国内景気比例の側面が強い。

ARPU推移



出所：会社資料よりSR作成

その他インターネット関連事業

業績推移（百万円）

出所：会社資料よりSR作成

その他インターネット関連事業は、将来の成長分野への積極投資を行い、3つ目の柱となる事業を創出することが使命であり課題。サポーターズ（新卒採用の支援会社）、ソーシャランド（ソーシャルメディアマーケティング）、VOYAGE SYNC GAMES（海外ゲームのローカライズ及びパブリッシング事業）等の子会社が存在する。

グローバルリサーチ事業の再編

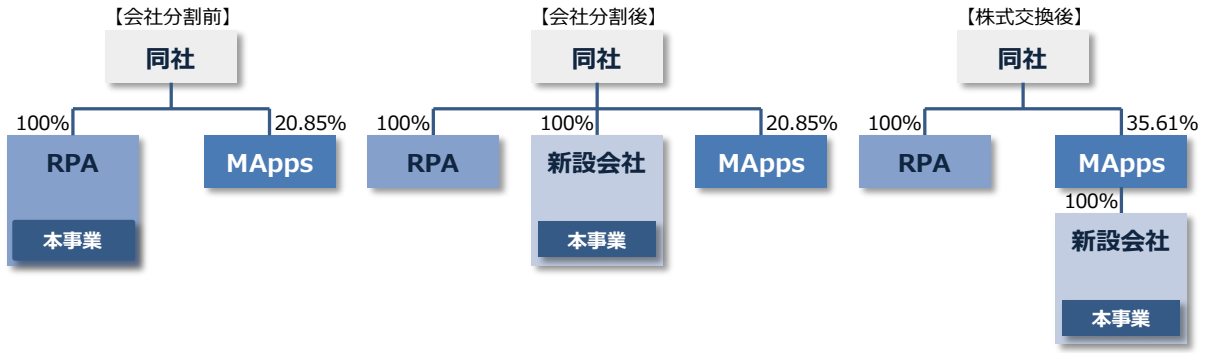
同事業で売上高の大きな部分を占めていた連結子会社のリサーチパネルエイジアは、2015年7月22日付けでグループ内グローバルリサーチ事業の再編が行われ連結対象から外れることとなった。

事業再編の内容

同社は、1）同社連結子会社の株式会社リサーチパネルエイジア（以下「RPA」、出資比率100%）の有する「アジア地域におけるオンラインリサーチ事業」を会社分割（新設分割）により新設会社に承継させること、及び、2）新設会社と同社持分法適用関連会社である株式会社マーケティングアプリケーションズ（以下「MApps」、出資比率20.85%）との間で、MAppsを株式交換完全親会社、新設会社を株式交換完全子会社化とする株式交換を実施し、その対価として同社がMAppsの普通株式を取得することとなった。

分割するアジア地域におけるオンラインリサーチ事業の2014年9月期売上高は469百万円、営業損失は20百万円。再編後のMAppsへの出資比率は35.61%で持分法適用関連会社となり、同社から取締役を2名派遣している。MAppsはクラウド型でのグローバルリサーチ事業を推進する。

事業再編イメージ図



出所：会社資料よりSR作成

事業再編の目的

オンラインリサーチ分野では、調査業務のクラウド化や自動化の進展を背景に、業界内での合従連衡が進み、競争環境が激しく変化している。同社では、このような事業環境の中、RPAとMAppsが各々独自に事業展開を行うよりも、両社の有する営業拠点、顧客基盤、商材、パネル資産等を集約・融合していくことが、更なる事業発展や顧客満足度向上に繋がると判断したもの。また、両社の協業関係を更に強固なものにするために、MAppsへの出資比率を20.85%から35.61%まで高めることとしたもの。

国内のリサーチ事業では営業・企画は提携企業のクロス・マーケティングが担当しているが、リサーチパネルエイジアでは全ての機能を持ち、調査会社に対する営業も自社が行っていた。国内やアメリカ等の企業に営業活動を行い、アジア各国における調査を受託するなどしていた。

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

成長機会を捉え、新規事業を創出する力

同社は過去から様々な事業変遷や資本移動を経てきた。既存コア事業の頭打ちや消滅の危機を迎えるなどした際、同社では新たな事業が業績を牽引し、再成長もしくは危機を乗り越えてきた。こうした新規事業の創出力、新しい分野へリスクを取って進出する企業文化は強みの一つ。SR社では2007年の検索エンジンシンジケーション、2010年のSSP、2011年のスマートフォン向けアドネットワークなどの展開は、こうした強みが表れた好例とみている。

アドテクノロジーの急速展開を支える自社メディア保有

認知度の高い自社メディアの保有も強みの一つ。自ら媒体社としてメディアがどういうニーズを持ち、どのような課題に直面しているか、ということをアドテクノロジーの営業に活かすことが可能。過去、シンジケーション事業の立上げは自社メディアでの成功例の横展開であった。新サービスの立ち上げ時に、自社メディアのユーザを誘導可能な点も強みといえる。

「広告」及び「マネタイズ」ノウハウの保有

今後、同社がeコマースなどインターネット関連の他分野に進出する際には、どの分野に進出するにせよ「広告」及び「マネタイズ（得られる収益の最大化）」は必ず重要な要素として存在する。同社の保有するこれらノウハウは進出分野での競合に対する強みといえよう。

弱み（Weaknesses）

長期的な事業継続性に対する確度の弱さ

同社は、成長機会を捉えて新規事業を創出する力は保有しているものの、まだ、圧倒的な市場シェアや技術力等による参入障壁が高く磐石な事業の創出までには至っていない。我侭な要望ではあるものの、長期的な事業継続性に対する確度の低さは弱みともいえる。

SSP事業の特質

SSP事業は、1）GDN（Google）やYDN（Yahoo!）、nend（ファン・コミュニケーションズ）といった大手アドネットワークが同社SSPとの接続停止の可能性、2）広告費の配分において代理店やDSP・アドネットワーク・メディアに劣り、競争激化や値下げ圧力に対する耐性が低い、という事業特性を持つ。連結営業利益の過半を占めるアドテクノロジー事業でのこうした脆さは、事業ポートフォリオ上の弱みになり得る。

スマートフォン市場での市場地位の低さ

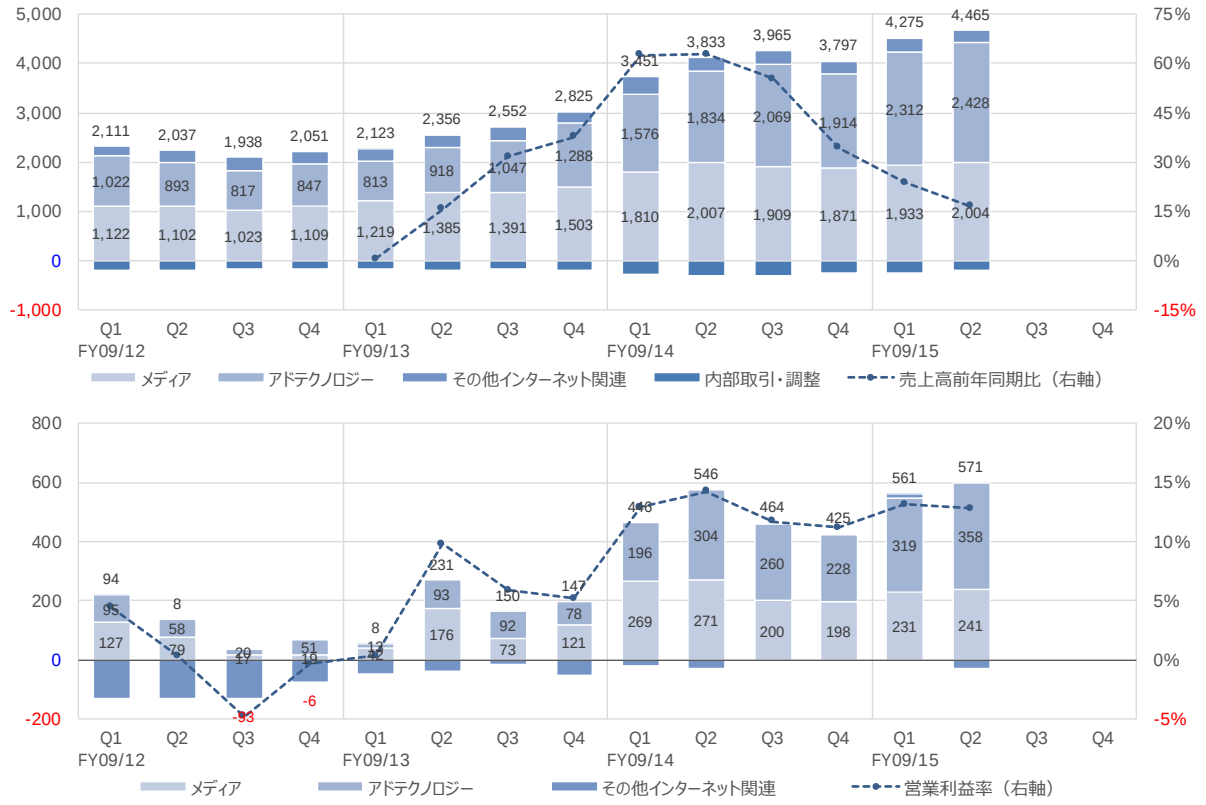
現状では、スマートフォン向けアドネットワーク市場で「nend」の遅れを取っているのは事実。得意とするSSPもスマートフォン市場が成長しているとはいえ、携帯電話キャリアの個人情報保護が足枷になる可能性がある。成長機会であることの裏返しで、弱点にも見える。

財務諸表他

過去の業績

2015年9月期第2四半期（2015年4月22日発表）

四半期売上高（上表）営業利益（下表）推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

第2四半期業績概要：スマートフォン向けが業績を牽引。SSP同業Kauli社買収を発表

アドテクノロジー事業が業績拡大基調を継続

第２四半期の業績は、売上高4,465百万円と前年同期比16.5%増と、9四半期連続で二桁成長を継続。メディア事業が純広告収益の減少等により営業減益（11.2%減）を継続するなかで、アドテクノロジー事業が前年同期比32.4%増収17.9%増益と業績を牽引した。また、アドテクノロジー事業の強化を狙い、SSP同業のKauli社の買収を発表した。

スマートフォン向けが業績を牽引、経営資源シフトの効果が成果を表しつつある

アドテクノロジー事業は、スマートフォン向けSSP「Fluct」及びスマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」が順調に成長を継続、事業規模の拡大とともに業績の牽引役となっている。第2四半期の売上高が前年同期比で632百万円増加するなかで、アドテクノロジー事業が593百万円とほぼ全てを占めており、なかでもスマートフォン向けSSP事業が前年同期比565百万円増（前年同期比85.5%増）と急成長し業績を牽引した。

PC向けSSP事業が前年同期比で若干減となったが、Kauliとのシナジー効果が期待される

同社は急成長するスマートフォン向け広告市場需要を獲得すべく、戦略として経営資源をスマートフォンにシフトしており、その効果が出ているものとSR社ではみている。一方、その反動でPC向けSSP「Fluct」は前年同期比若干の減収となった。

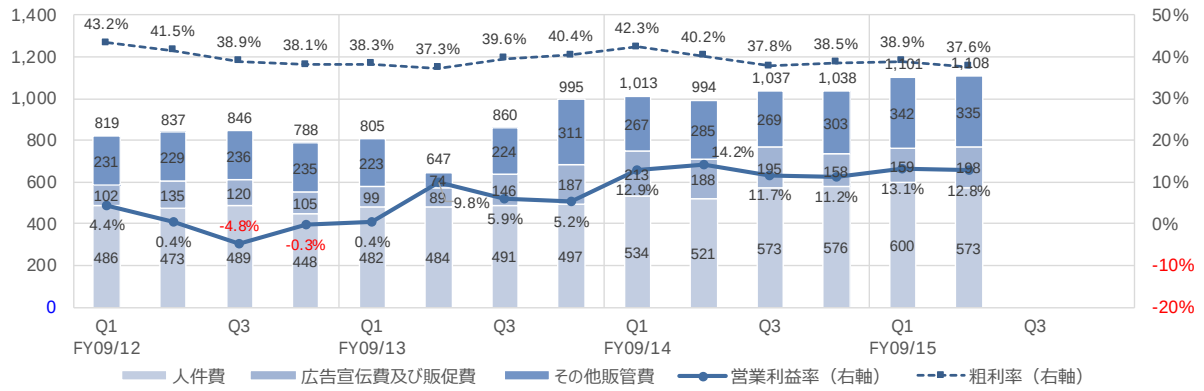
今後はPC向けにおいても、プレミアム広告市場とKauli買収効果での業績成長に注目

但し、PC向けについては、1）プレミアム広告市場を狙った2015年2月のintelishの設立や2015年4月のGoogle「DoubleClick Ad Exchange」の取扱開始、2）Kauliの完全子会社化によるARPUの上昇やシナジー効果の期待、により今後は強化していく方針。第2四半期以降にどのように効果が表出するかにSR社では注目している。

売上構成の変化で粗利率は下落、事業成長に伴う販管費増もあり営業利益は4.6%増に止まる

利益面では、粗利率が前年同期の40.2%から37.6%へと2.6ポイント落ちこんだが、これは相対的に粗利率の低いアドテクノロジー事業の伸長による面が大きい。但し、売上高の16.5%増収に対して事業成長に伴う人件費の増加やサーバ関連費用を中心に販管費が同11.5%の増加に止まったこともあり、営業利益は同4.6%増の571百万円となった。

販管費等推移（百万円）

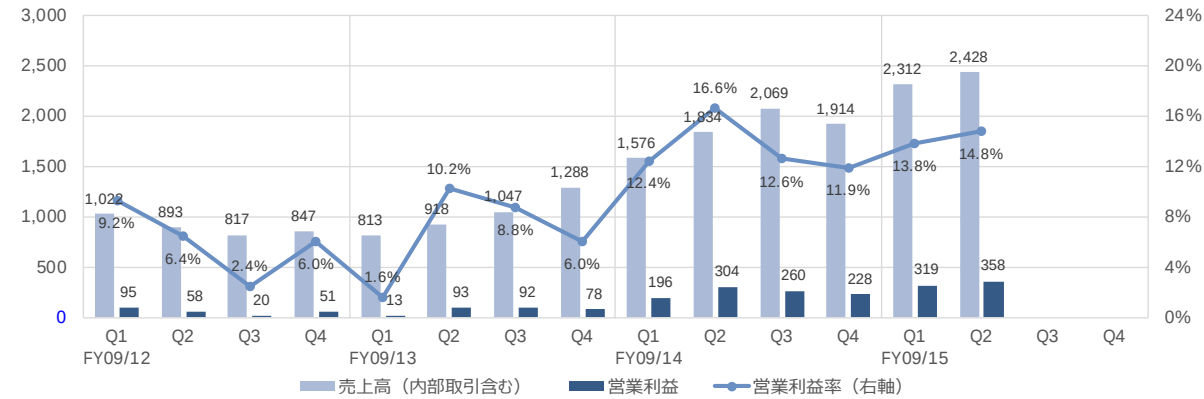


出所：会社資料よりSR作成

以下、各セグメントの概要を示す

アドテクノロジー事業

業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

SSP「Fluct」、アドネットワーク「Zucks Ad Network」が好調に推移

アドテクノロジー事業は、売上高2,427百万円（前年同期比32.4%増、内部消去含む（以下も同様））、営業利益358百万円（同17.9%増）と過去最高を更新した。主力のSSP「Fluct」、なかでもSSPのスマートフォン向けが前年同期比565百万円増の1,225百万円（同85.5%増）と業績を牽引した。一方、SSPのPC向けは前年同期比3.8%減の492百万円と前年同期比で初の減収となった。

スマートフォン向けはSSP「Fluct」以外にも、アドネットワーク「Zucks Ad Network」及びネイティブアプリ向けの強化に取り組んでいる。また、2015年1月に設立したマフ（詳細は「経営戦略及び中長期見通し」の項目参照）も含めて、同社では手応えを感じている模様である。

SSP「Fluct」はPC向けでは前年同期比減収も、プレミアム広告市場成長獲得の布石を打つ

反面、SSP「Fluct」のPC向けは前年同期比で若干の減少となった。同社ではPC向けプログラマティック取引市場が伸び悩んでいるとは考えておらず、経営資源をスマートフォンに戦略的にシフトした影響であるとみている。

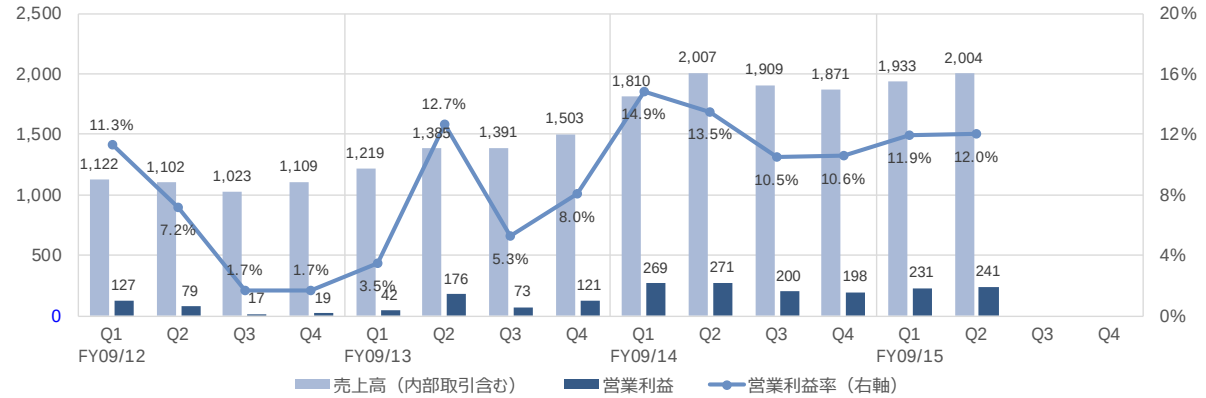
PC向けについては、1）プレミアム広告市場を狙った2015年2月のintelish社の設立や2015年4月のGoogle「DoubleClick Ad Exchange」の取扱開始、2）Kauliの完全子会社化によるARPUの上昇やシナジー効果の期待、に注目したい（詳細は「経営戦略及び中長期見通し」の項目を参照）。

その他、第2四半期における取組み

第2四半期においては、1月21日にMedia Accelerating Fundの開始を発表（詳細は経営戦略及び中長期見通しの項を参照）、2月9日にエスワンオーインタラクティブ社と合弁でプライベートマーケットプレイスを運営するintelishの設立を発表（同）、4月6日にはGoogleが運営する「DoubleClick Ad Exchange」の提供を開始したことを発表した（詳細は直近更新内容の項を参照）

メディア事業

業績推移



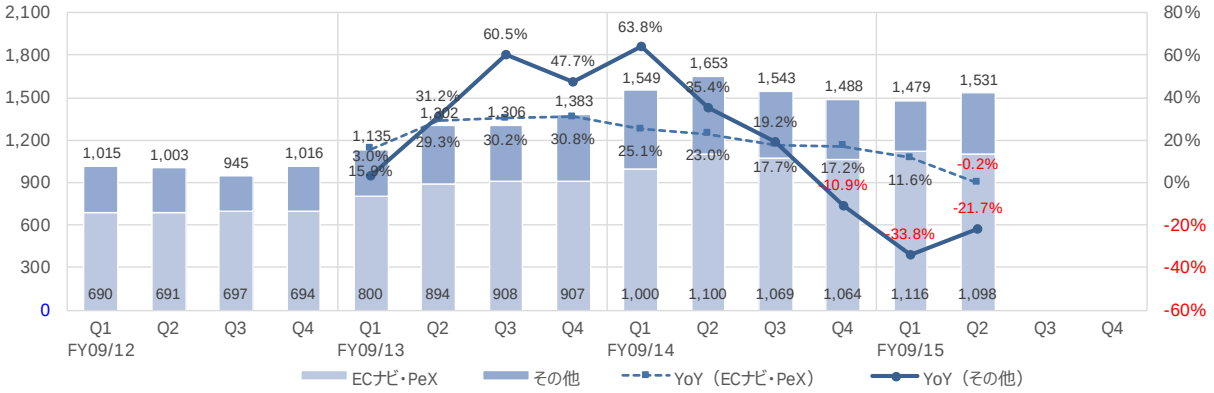
出所：会社資料よりSR作成

第2四半期も減益を継続も、懸案のリサーチパネルの売上高減少に底打ち感

メディア事業は、売上高2,004百万円（前年同期比0.1%減）、営業利益240百万円（同11.2%減）と前年同期比で売上高はほぼ前年並みを維持したが、営業利益は減益傾向が継続した。自社メディア（ECナビ、PeX、リサーチ

パネル等）においては、ECナビ及びPeXは前年同期並みで底堅く推移、同社によると懸案のリサーチパネルの売上高減少は底打ち感が出ているとのこと。

自社メディア事業の売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

自社メディアのQAUが前四半期比で約6%増加、ARPUは減少傾向を継続

また、自社メディアのQAU（Quarterly Active User）は、季節要因もあってECナビにおいて会員獲得を順調に伸ばし、前四半期比約6%増、前年同期比7.8%増の109万人となった。プロモーション効果もあり、PC経由及びスマートフォン経由ともに増加した模様である。一方、ARPUはECナビ・PeXともに伸び悩みが見られたが、同社ではその要因として、1）新規会員が短期的に増加する際にはARPUが減少する傾向があること、2）アフィリエイト等の料率が低下したこと、をあげている。

第2四半期における取組み

第2四半期においては、3月26日に通販化粧品市場への参入を発表、4月9日はドゥ・ハウス社との資本業務提携を発表した。

通販化粧品の企画・開発・販売を行うゼノシス社は2015年2月に設立、2015年夏の新商品発売に向けて商品開発が進められている。同社では、通販化粧品市場参入への背景として、販売チャネルとしての自社メディア（ECナビ、朝時間.jpなど）の存在、企画・販売・マーケティングにおける強み、多数の化粧品OEMメーカーの存在をあげている。ゼノシス社は在庫を一定水準持つもののコスト負担は比較的軽いことから、売上高への貢献は第4四半期以降となる見通しだが、業績への影響は軽微であるとみられる。

2015年4月9日、同社は、メディア事業の今後の更なる事業拡大を図るため、株式会社ドゥ・ハウスとの資本業務提携を発表した。また、同日、コミットメントライン契約（借入極度額15億円）及び当座貸越契約（同25億円）総額40億円を銀行との間で締結（契約期間は1年間）したことを発表した。

ドゥ・ハウスとの業務提携は自社メディアと補完関係にあり、ARPU上昇に寄与する可能性

同社は2015年4月にサンプリング事業や店頭プロモーション事業などを展開するドゥ・ハウス社に22.3%を出資し持分法適用会社とした。狙いは同社自社メディアと補完関係を構築するドゥ・ハウスの業務提携。これは、同社がメディア事業で保有する710万人（2015年4月時点）のユーザ基盤にドゥ・ハウスの企業向けプロモーションサービスを提供することで、相乗効果を狙うというもの。例えばECナビのユーザにメーカサンプルを提供しフィード

バックを得ることで、ユーザも満足し、同社も手数料の獲得（=ARPUの上昇）に繋がる。

同社ではARPU上昇の方針を打ち出しており、ドゥ・ハウスとの提携もその一環である。

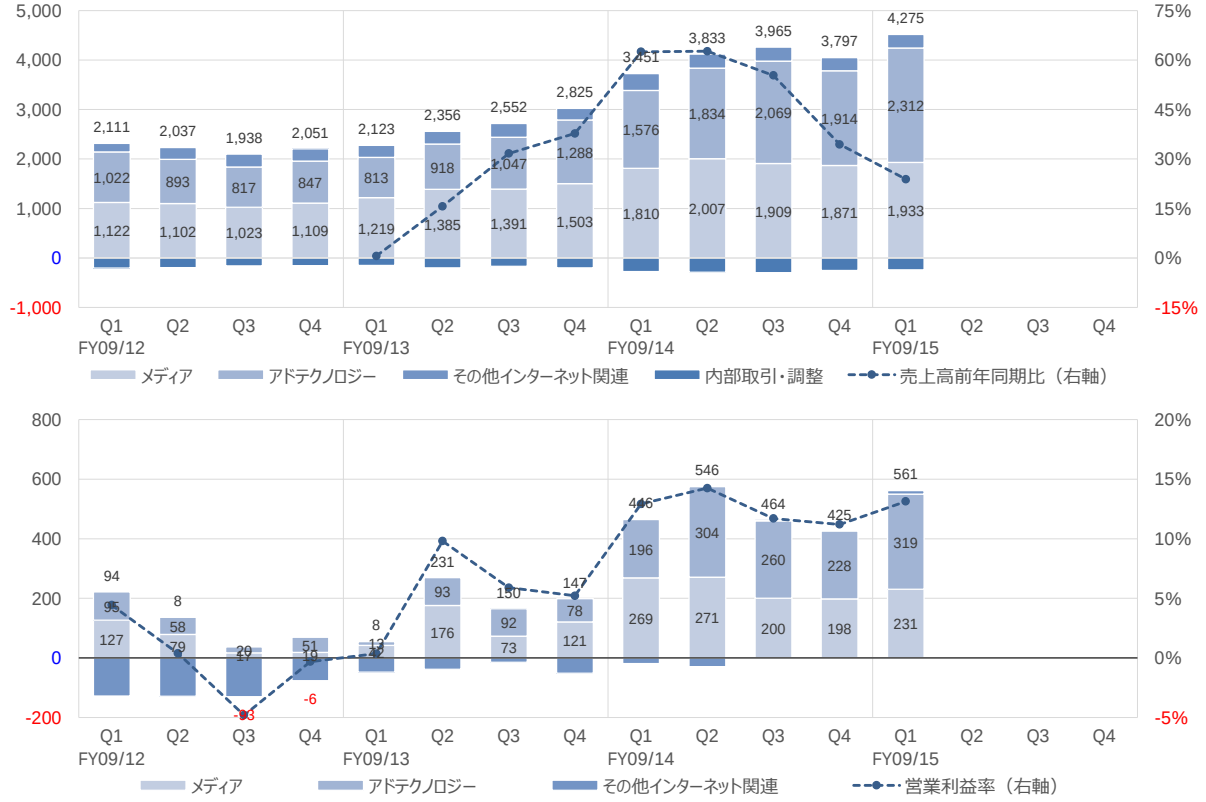
コミットメントライン契約及び当座貸越契約締結について

同社では、今後の更なる持続的な成長・発展を遂げるべく、既存事業の拡大や新規事業の開発に加え、M&Aの検討等の非連続的な成長へ向けた取組みを進めている。今回のコミットメントライン契約及び当座貸越契約締結によって、これら事業展開での資金需要に伴う手元資金の一時的な減少を防ぎ、経営の安定化と機動的な資金調達が可能になるとしている。

2015年9月期第1四半期（2015年1月28日発表）

- ▶ **売上高** 4,275百万円 （前年同期比23.9%増）
- ▶ **営業利益** 561百万円 （同25.9%増）
- ▶ **経常利益** 596百万円 （同32.9%増）
- ▶ **当期利益** 371百万円 （同35.8%増）

四半期売上高（上表）営業利益（下表）推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

第1四半期業績概要：スマートフォン向けの業績拡大が加速、通期業績を上方修正

アドテクノロジー事業が業績拡大基調を継続

第1四半期の業績は、売上高4,275百万円と前年同期比23.9%増と、8四半期連続で二桁成長を継続。メディア事業

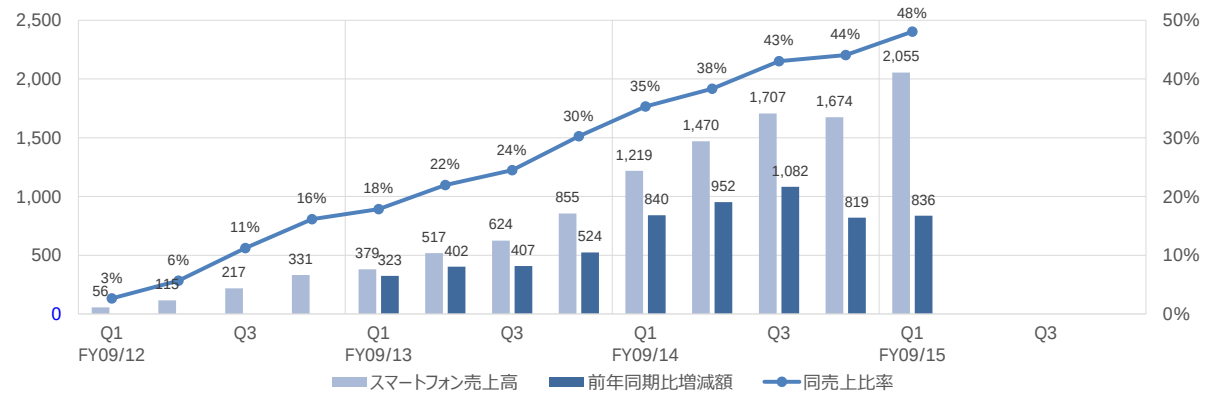
が純広告収益の減少等により営業減益（14.2%減）に陥るなかで、アドテクノロジー事業が前年同期比46.7%増収62.8%増益と業績を牽引した。

スマートフォン向けの急速な成長が業績を牽引、成長戦略が成果を表しつつある

アドテクノロジー事業は、スマートフォン向けSSP「Fluct」及びスマートフォン向けアドネットワーク「Zucks Ad Network」が急成長を継続、事業規模の拡大とともに業績の牽引役となっている。第1四半期は売上高が前年同期比で824百万円増加するなかで、スマートフォン向け（メディア事業も含む）が836百万円とほぼ全てを占めているが、なかでもアドテクノロジー事業におけるスマートフォン向けはその内8割強を占めているとみられる。

スマートフォン向けの成長は、同社のスマートフォン向け広告市場におけるアドネットワーク及びSSPの地位確立という戦略が、着実に功を奏しているものといえよう。

全社スマートフォン向け売上高推移（百万円）

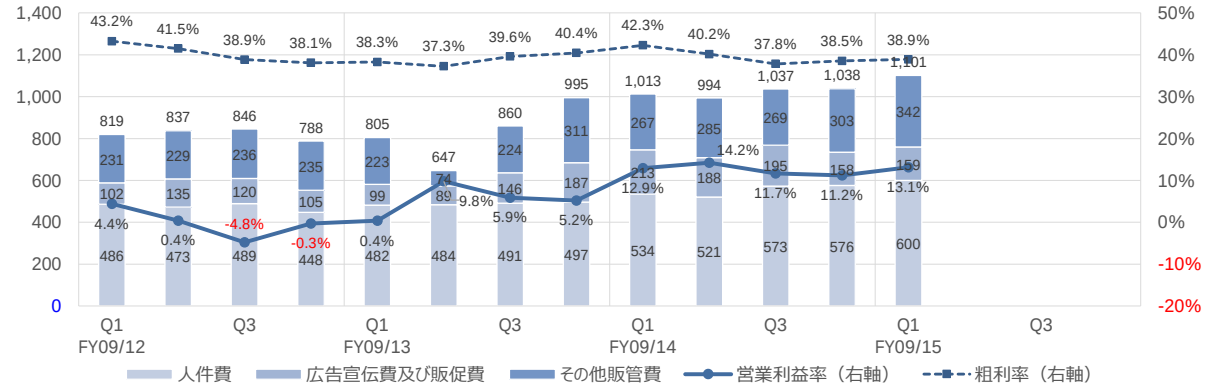


出所：会社資料よりSR作成

売上構成の変化で粗利率は落込んだが、営業利益は前年同期比25.9%増と増益に

利益面では、粗利率が前年同期の42.3%から38.9%へと3.4ポイント落ちこんだが、これは相対的に粗利率の低いアドテクノロジー事業の伸長による面が大きい。但し、事業成長に伴う人件費の増加やサーバ関連費用を中心に販管費が同8.7%の増加に止まったことから、営業利益は同25.9%増の561百万円となった。

販管費等推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

通期業績を上方修正、アドテクノロジー事業の更なる拡大を見込む

同社は第1四半期決算と同時に通期業績の上方修正を発表。売上高は17,600百万円から18,000百万円へと400百万円増（前回計画比2.3%増）、営業利益は2,200百万円から2,300百万円へと100百万円増（同4.5%増）に変更された。セグメント別には、メディア事業についてはリサーチパネルの落ち込み等を受けて前回予想比で減益に、アドテクノロジー事業はスマートフォン向けに同社想定以上の成果が出ていることから同増益に修正されたもの。

今回、セグメント別の売上及び営業利益計画が開示された。メディア事業は前期比5.3%増収の8,000百万円（内部消去前）、8.3%営業減益の860百万円、アドテクノロジー事業は同32.6%増収の9,800百万円、48.9%営業増益の1,470百万円を見込んでおり、アドテクノロジーが連結業績を牽引する形に変更された。

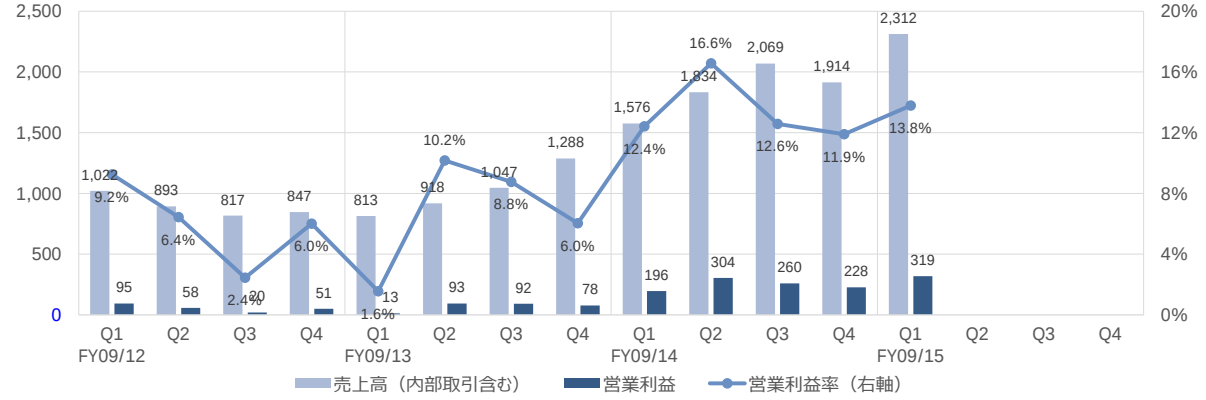
メディア事業の戦略見直し

また、メディア事業における成長戦略の見直しが発表された。従来の成長戦略では、既存の自社メディアの拡大を見込んでいたが、今回新しく発表された成長戦略では、コンテンツメディアを新たに立ち上げ、既存の自社メディアとのシナジー（ユーザの回遊）も期待して、メディア事業全体の成長を図っていく、という方向に見直されている。（詳細は「経営戦略及び中長期見通し」項目を参照）

以下、各セグメントの概要を示す

アドテクノロジー事業

業績推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

SSP「Fluct」、アドネットワーク「Zucks Ad Network」が好調に推移

アドテクノロジー事業は、売上高2,312百万円（前年同期比46.7%増、内部消去含む（以下も同様））、営業利益319百万円（同62.8%増）と過去最高を更新した。主力のSSP「Fluct」が同67.6%増収の1,610百万円と過去最高を更新するなかで、アドネットワーク「Zucks Ad Network」も売上規模が小さいながらも同2.4倍と事業部門全体の売上高を押し上げ、シンジケーション事業の落込み（後述の「事業概要」の項を参照）を補って、事業全体で高い成長を記録した。

スマートフォン向けの急成長が事業全体の業績を押し上げる

なかでも業績を牽引したのがスマートフォン関連で、スマートフォン向けSSPは同2.0倍増、アドネットワークは同2.4倍増となり、業績全体を押し上げた。

スマートフォンへの経営資源シフトといった成長への布石が効果を表している

好調の背景としては、スマートフォン向けに経営資源をシフトした結果、ネイティブアプリの取り込みや配信imp数（広告の表示回数）の急激な拡大などに繋がっている点があげられる。

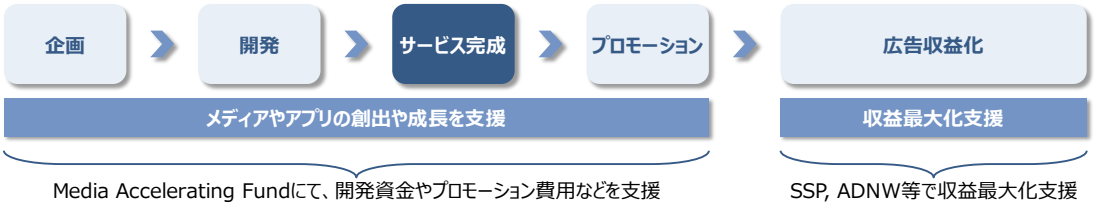
前者においては、第1四半期にネイティブアプリ開発者向けにSSP導入開発キットのヴァージョンアップ版を投入、また、社内のエンジニアリソースをスマートフォンに集中させた効果が出ていると推測する。

後者はについても、従来は中堅メディア主体であったが、大規模メディアへのアプローチを進めており、その効果が配信imp数の拡大として表れている。大規模メディアにおいて同社SSP「Fluct」が採用されるケースが増加しており、第1四半期においてはeCPM（売上高÷配信imp数。千imp数あたりの擬似的平均単価）を確保した上で配信imp数を拡大することに成功している。

「マフ（Media Accelerating Fund）」を設立、メディア・アプリの囲い込みを開始

同社は2015年1月21日に、国内のメディア及びアプリの育成・創出を目的として、「マフ（Media Accelerating Fund）」を設立することを発表した。同社の狙いは、メディアやネイティブアプリに対して、他社が契約する前の段階で同社SSP・アドネットワークへの取り込みを図るというもの。より早期に有力な開発者を囲い込めるか、が重要となる（詳しくは今期会社計画の項目を参照）。

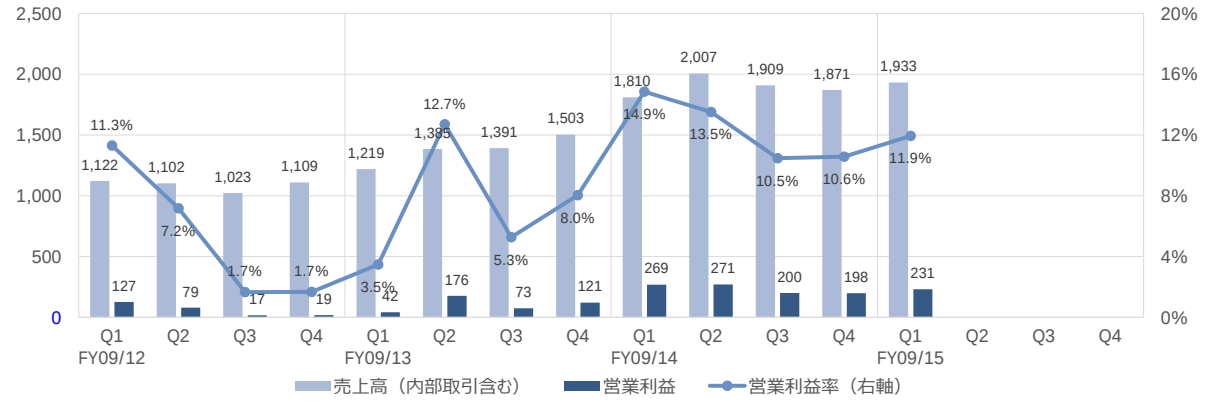
メディア及びアプリの各過程における「マフ」による支援



出所：会社資料よりSR作成

メディア事業

業績推移



出所：会社資料よりSR作成

増収減益に転じる

メディア事業は、売上高1,933百万円（前年同期比6.8%増）、営業利益231百万円（同14.2%減）と増収を継続するも営業減益に転じた。また、自社メディア（ECナビ、PeX、リサーチパネル等）に限ると自社メディアの売上高は1,479百万円と同4.5%減と減収に転じており、マーケティングソリューション事業の拡大でメディア事業では増収を維持した。

リサーチパネルの落ち込みが主因

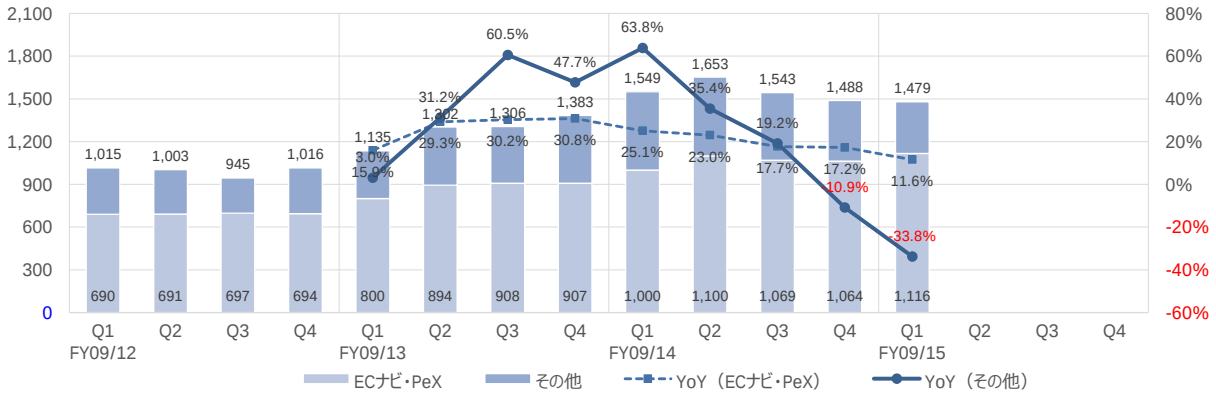
自社メディアの落ち込みは、リサーチパネルの売上の落ち込みが主因。ただ、リサーチパネルは提携先のクロス・マーケティング（東証マザーズ3675、リサーチパネルに40%出資）が事業会社等に提案・営業活動を行い、リサーチパネルを通じてアンケートの回答を得るという仕組みであり、ある意味、同社が業績を拡大させる手段はかなり限られている。

QAUの伸び悩みはスマートフォン向け強化で打開を図る

また、QAU（Quarterly Active User）も前年同期比で5.0%増、前四半期比では微減となり伸び悩みがみられる。同社では原因を、1）PC市場中心にメディアを構築していたもののPC市場のトラフィックが鈍化、2）新規会員獲得はスマートフォン経由が多くなっているが、その一方でスマートフォンユーザの定着率はPC経由と比較して低い、と分析、これらの対策を速やかにあてていく方針である。

同社自社メディアにおけるWeb及びアプリ両面でのスマートフォン対応強化、また、定着率向上のための各種施策を打つとしている。

自社メディア事業の売上高推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

損益計算書

損益計算書（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予	FY09/13 Q1	FY09/13 Q2	FY09/13 Q3	FY09/13 Q4	FY09/14 Q1	FY09/14 Q2	FY09/14 Q3	FY09/14 Q4	FY09/15 Q1	FY09/15 Q2
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**2,123**	**2,356**	**2,552**	**2,825**	**3,451**	**3,833**	**3,965**	**3,797**	**4,275**	**4,465**
YoY	2.7%	21.1%	52.6%	19.6%	0.6%	15.7%	31.7%	37.7%	62.5%	62.7%	55.4%	34.4%	23.9%	16.5%
売上原価	4,846	6,014	9,085	-	1,311	1,478	1,541	1,682	1,992	2,294	2,465	2,334	2,612	2,786
原価率	59.5%	61.0%	60.4%	-	61.7%	62.7%	60.4%	59.6%	57.7%	59.8%	62.2%	61.5%	61.1%	62.4%
売上総利益	**3,292**	**3,844**	**5,962**	**-**	**812**	**878**	**1,011**	**1,143**	**1,459**	**1,540**	**1,500**	**1,463**	**1,663**	**1,679**
総利益率	**40.5%**	**39.0%**	**39.6%**	**-**	**38.3%**	**37.3%**	**39.6%**	**40.4%**	**42.3%**	**40.2%**	**37.8%**	**38.5%**	**38.9%**	**37.6%**
販管費	3,290	3,307	4,081	-	805	647	860	995	1,013	994	1,037	1,038	1,101	1,108
YoY	-	0.5%	23.4%	-	-1.8%	-22.7%	1.7%	26.4%	25.9%	53.6%	20.5%	4.2%	8.7%	11.5%
販管費比率	40.4%	33.6%	27.1%	-	37.9%	27.5%	33.7%	35.2%	29.4%	25.9%	26.1%	27.3%	25.8%	24.8%
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**8**	**231**	**150**	**147**	**446**	**546**	**464**	**425**	**561**	**571**
YoY	-99.6%	24,423.2%	250.6%	22.3%					5,681.4%	136.3%	208.4%	188.8%	25.9%	4.6%
営業利益率	0.0%	5.4%	12.5%	12.8%	0.4%	9.8%	5.9%	5.2%	12.9%	14.2%	11.7%	11.2%	13.1%	12.8%
営業外損益	2	-7	10	-				-7	3	9	-24	23	35	-1
金融収支	5	5	6	-				5	-1	3	3	2	-	7
為替差損益	-7	-3	28	-				-3	4	-4	-8	35	43	-1
持分法投資損益	-	-19	-10	-				-19	-2	5	-6	-7	-10	25
その他	3	10	-13	-				10	2	5	-14	-7	2	-32
経常利益	**4**	**529**	**1,891**	**2,300**				**529**	**448**	**555**	**439**	**448**	**596**	**570**
YoY	-	13,093.5%	257.3%	21.7%								-15.2%	32.9%	2.8%
経常利益率	0.0%	5.4%	12.6%	12.8%				18.7%	13.0%	14.5%	11.1%	11.8%	13.9%	12.8%
特別損益	-21	-19	-11					-19	-	-14	7	-3	-3	-11
法人税等	-102	-201	-776					-201	-169	-210	-170	-227	-231	-203
税率	-589.5%	39.4%	41.3%					39.4%	37.7%	38.8%	38.1%	51.1%	38.9%	36.3%
少数株主損益	-32	0	10					0	-6	-2	10	8	9	15
当期利益	**-152**	**310**	**1,114**	**1,350**				**310**	**273**	**328**	**286**	**225**	**371**	**371**
YoY	-	-	259.8%	-								-27.2%	35.8%	12.9%
当期利益率	-1.9%	3.1%	7.4%	7.5%				11.0%	7.9%	8.6%	7.2%	5.9%	8.7%	8.3%

セグメント別（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予	FY09/13 Q1	FY09/13 Q2	FY09/13 Q3	FY09/13 Q4	FY09/14 Q1	FY09/14 Q2	FY09/14 Q3	FY09/14 Q4	FY09/15 Q1	FY09/15 Q2
売上高	**8,139**	**9,858**	**15,046**	**18,000**	**2,123**	**2,356**	**2,552**	**2,825**	**3,451**	**3,833**	**3,965**	**3,797**	**4,275**	**4,465**
メディア事業（内部取引含む）	4,356	5,499	7,597	8,000	1,219	1,385	1,391	1,503	1,810	2,007	1,909	1,871	1,933	2,004
自社メディア事業	3,979	5,127	6,234		1,135	1,302	1,306	1,383	1,549	1,653	1,543	1,488	1,479	1,532
ECナビ・PeX	2,773	3,509	4,233		800	894	908	907	1,000	1,100	1,069	1,064	1,116	1,098
その他自社メディア	1,207	1,618	2,001		335	408	398	476	549	553	474	424	363	433
マーケティングソリューション	377	372	1,363		84	83	85	120	261	354	366	383	453	472
QAU	81	90	101		86	90	92	93	98	101	103	104	103	109
推定ARPU（四半期ベース）	1,226	1,421	1,537		330	363	355	371	395	409	375	359	360	351
アドテクノロジー事業（同）	3,579	4,066	7,393	9,800	813	918	1,047	1,288	1,576	1,834	2,069	1,914	2,312	2,427
SSP売上高	917	2,310	4,909		364	498	650	797	961	1,172	1,472	1,304	1,610	1,717
PC	601	1,167	1,987		165	287	338	377	414	512	572	490	524	492
スマートフォン	315	1,142	2,922		199	212	312	420	547	661	900	814	1,085	1,225
Fluctの配信imp数（億）	712	1,258	2,283		250	224	341	443	470	552	593	669	725	731
eCPM（推定）	12.9	18.4	21.5		14.6	22.2	19.1	18.0	20.5	21.3	24.8	19.5	22.2	23.5
その他事業（同）	917	1,018	1,177	1,200	246	256	283	234	343	283	284	266	273	234
YoY	**2.7%**	**21.1%**	**52.6%**	**19.6%**	**0.6%**	**15.7%**	**31.7%**	**37.7%**	**62.5%**	**62.7%**	**55.4%**	**34.4%**	**23.9%**	**16.5%**
メディア事業（内部取引含む）		26.2%	38.2%	5.3%	8.6%	25.7%	36.0%	35.5%	48.5%	44.9%	37.2%	24.5%	6.8%	-0.1%
自社メディア事業		28.8%	21.6%		11.8%	29.9%	38.2%	36.2%	36.5%	26.9%	18.2%	7.6%	-4.5%	-7.3%
ECナビ・PeX		26.6%	20.6%		15.9%	29.3%	30.2%	30.8%	25.1%	23.0%	17.7%	17.2%	11.6%	-0.2%
その他自社メディア		34.1%	23.7%		3.0%	31.2%	60.5%	47.7%	63.8%	35.4%	19.2%	-10.9%	-33.8%	-21.7%
マーケティングソリューション		-1.4%	266.6%		-21.5%	-16.5%	9.3%	28.6%	210.3%	328.2%	329.5%	219.1%	73.9%	33.4%
QAU		11.2%	12.4%		10.1%	8.2%	13.1%	13.2%	14.0%	12.8%	11.8%	11.0%	5.0%	7.8%
推定ARPU（四半期ベース）		15.9%	8.2%		1.5%	20.0%	22.1%	20.3%	19.7%	12.5%	5.7%	-3.1%	-9.0%	-14.0%
アドテクノロジー事業（同）		13.6%	81.8%	32.6%	-20.4%	2.8%	28.1%	52.0%	93.8%	99.7%	97.7%	48.6%	46.7%	32.4%
SSP売上高		152.0%	112.5%		84.6%	136.9%	201.8%	171.5%	163.8%	135.2%	126.4%	63.6%	67.6%	46.5%
PC		94.1%	70.2%		-3.7%	70.7%	164.2%	181.5%	150.7%	78.5%	69.0%	29.8%	26.7%	-3.8%
スマートフォン		262.2%	155.8%		666.8%	398.0%	256.9%	163.0%	174.6%	211.9%	188.8%	94.0%	98.4%	85.4%
Fluctの配信imp数（億）		76.7%	81.5%		258.1%	80.8%	45.9%	55.7%	87.8%	146.2%	73.9%	51.0%	54.3%	32.5%
eCPM（推定）		42.6%	17.1%		-48.4%	31.0%	106.8%	74.4%	40.5%	-4.5%	30.2%	8.3%	8.6%	10.5%
その他事業（同）		11.0%	15.5%		43.8%	7.6%	9.6%	-6.6%	39.7%	10.7%	0.5%	13.7%	-20.4%	-17.3%
営業利益	**2**	**536**	**1,881**	**2,300**	**8**	**231**	**150**	**147**	**446**	**546**	**464**	**425**	**561**	**571**
メディア事業（内部取引含む）	242	413	938	860	42	176	73	121	269	271	200	198	231	241
アドテクノロジー事業（同）	223	275	987	1,470	13	93	92	78	196	304	260	228	319	358
その他事業（同）	-462	-152	-45	-30	-47	-38	-15	-51	-19	-29	3	-0	12	-28
営業利益率	**0.0%**	**5.4%**	**12.5%**	**12.8%**	**0.4%**	**9.8%**	**5.9%**	**5.2%**	**12.9%**	**14.2%**	**11.7%**	**11.2%**	**13.1%**	**12.8%**
メディア事業（内部取引含む）	5.5%	7.5%	12.3%	10.8%	3.5%	12.7%	5.3%	8.0%	14.9%	13.5%	10.5%	10.6%	11.9%	12.0%
アドテクノロジー事業（同）	6.2%	6.8%	13.4%	15.0%	1.6%	10.2%	8.8%	6.0%	12.4%	16.6%	12.6%	11.9%	13.8%	14.8%
その他事業（同）	-50.4%	-14.9%	-3.8%	-2.5%	-19.2%	-15.0%	-5.2%	-21.9%	-5.5%	-10.3%	1.2%	-0.1%	4.4%	-12.0%

出所：会社資料よりSR作成

収益性分析

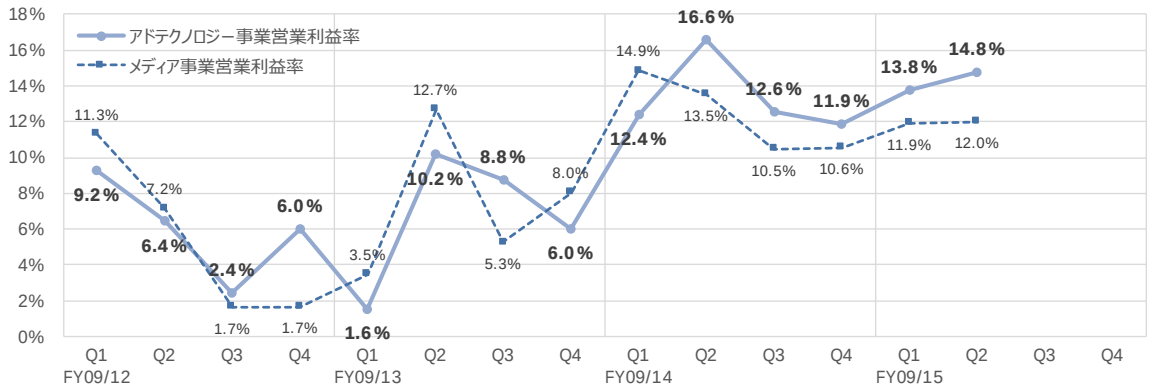
セグメント別収益性

同社の主要セグメントは、アドテクノロジー事業とメディア事業。四半期の営業利益率の推移からは目立った差異がないようにみえるが、実際には収益構造は大きく異なる。

メディア事業は、売上高は広告収入を売上原価はポイント原価を主体としており、粗利益率は40%～50%と相対的に高い。しかし、アドテクノロジー事業は広告枠の販売を売上、仕入を原価とし、粗利率は30%と相対的に低い。

ただ、販管費においては、メディア事業はポイント等の販促費が重く変動費的な傾向が強い一方で、アドテクノロジー事業はインフラ費用が主体であり固定費的な側面を持つ。その結果、営業利益率は同様の動きに見えているもの。2015年9月期はアドテクノロジー事業への人的投資が続くことから、やや費用先行になるとみられるが、粗利益拡大の施策とあわせて、今後の売上拡大期は営業利益率の更なる高まりが十分に予想されよう。

セグメント別営業利益率推移



出所：会社資料よりSR作成

貸借対照表

貸借対照表（百万円）	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結
流動資産	**4,770**	**4,939**	**7,729**
現預金・有価証券	3,203	2,843	5,085
売上債権	870	1,156	1,535
棚卸資産	104	401	425
繰延税金資産	167	222	321
貸倒引当金	-7	-0	-2
その他	433	316	363
有形固定資産	152	142	194
無形固定資産	137	213	210
投資その他の資産	726	1,151	1,830
投資有価証券	535	987	1,658
貸倒引当金	-19	-26	-13
その他	210	190	185
固定資産	**1,015**	**1,506**	**2,234**
資産合計	**5,786**	**6,445**	**9,963**
流動負債	**2,980**	**4,000**	**4,963**
買入債務	386	422	603
短期有利子負債	-	400	100
1年内返済長期有利子負債	319	258	210
ポイント引当金	1,944	2,284	2,577
未払法人税	-	138	740
その他流動負債	330	498	732
固定負債	**395**	**573**	**602**
長期有利子負債	264	293	83
資産除去債務	50	50	51
繰延税金負債	81	230	383
その他	-	-	85
負債合計	**3,375**	**4,573**	**5,564**
純資産	**2,410**	**1,872**	**4,398**
株主資本	1,961	1,121	3,391
資本金	373	373	925
資本剰余金	353	377	605
利益剰余金	1,327	1,602	1,562
自己株式	-91	-1,231	-
評価換算差額	207	506	770
その他有価証券評価差額金	211	495	756
為替換算調整勘定	-4	-10	14
新株予約権	-	2	1
少数株主持分	242	244	236
負債・資本合計	**5,786**	**6,445**	**9,963**
設備投資額	181	220	236
減価償却費	129	140	164
のれん償却額	11	12	7
運転資金	587	1,135	1,357
有利子負債合計	583	951	393
ネットキャッシュ	2,619	1,892	4,692
売上債権回転期間		37.51	32.65
棚卸資産回転期間		15.34	16.61
買入債務回転期間		14.97	12.44
サイト差		37.88	36.82
流動比率	160%	123%	156%
固定比率	46.8%	92.6%	53.7%
株主資本比率	37.5%	25.2%	41.8%

FY09/13 Q3	FY09/14 Q4	FY09/14 Q1	FY09/14 Q2	FY09/14 Q3	FY09/14 Q4	FY09/15 Q1	FY09/15 Q2
	4,939	**5,116**	**5,831**	**6,280**	**7,729**	**7,499**	**8,089**
	2,843	2,524	3,275	3,944	5,085	4,686	5,191
	1,156	1,539	1,675	1,536	1,535	1,652	1,743
	401	486	302	215	425	510	498
	-	-	-	-	-	-	-
	-0	-0	-0	-6	-2	-6	-5
	539	566	578	591	685	657	662
	142	136	157	158	194	186	208
	213	198	174	189	210	201	212
	1,151	1,481	1,754	2,148	1,830	1,721	1,772
	987	1,316	1,582	1,977	1,658	1,539	1,538
	-26	-26	-26	-26	-13	-13	-13
	190	191	198	197	185	195	247
	1,506	**1,814**	**2,085**	**2,494**	**2,234**	**2,108**	**2,191**
	6,445	**6,930**	**7,916**	**8,774**	**9,963**	**9,607**	**10,280**
	4,000	**4,190**	**4,552**	**4,777**	**4,963**	**4,336**	**4,620**
	422	483	533	558	603	676	691
	400	400	400	400	100	100	100
	258	236	233	231	210	167	118
	2,284	2,387	2,456	2,516	2,577	2,611	2,654
	138	151	379	472	740	229	436
	498	534	551	600	732	554	620
	573	**542**	**623**	**722**	**602**	**557**	**538**
	293	239	176	121	83	71	58
	50	51	51	51	51	51	51
	-	-	-	-	383	-	-
	230	252	396	551	85	436	429
	4,573	**4,732**	**5,175**	**5,499**	**5,564**	**4,893**	**5,158**
	1,872	**2,198**	**2,741**	**3,275**	**4,398**	**4,713**	**5,122**
	1,121	1,396	1,775	2,062	3,391	3,760	4,185
	373	373	373	373	925	925	952
	377	377	353	353	605	905	932
	1,602	1,878	1,050	1,336	1,562	1,931	2,301
	-1,231	-1,231	-	-	-	-	-
	506	554	716	974	770	708	688
	495	535	703	962	756	688	676
	-10	18	13	12	14	20	12
	2	2	1	1	1	1	-
	244	246	248	238	236	245	249
	6,445	**6,930**	**7,916**	**8,774**	**9,963**	**9,607**	**10,280**
	-	-	-	-	-	-	-
	140	26	52	39	47	44	-
	12	2	2	2	2	1	-
	1,135	1,542	1,444	1,193	1,357	1,486	1,550
	951	875	810	751	393	337	276
	1,892	1,649	2,466	3,192	4,692	4,349	4,914
		35.64	38.26	36.95	36.91	34.02	34.69
		20.32	15.67	9.56	12.51	16.34	16.51
		11.97	12.09	12.56	13.96	13.65	13.97
		44.00	41.84	33.96	35.46	36.71	37.23
123%	122%	128%	131%	156%	173%	175%	
92.6%	93.1%	83.7%	82.2%	53.7%	47.2%	45.0%	
25.2%	28.1%	31.5%	34.6%	41.8%	46.5%	47.4%	

出所：会社資料よりSR作成

貸借対照表はシンプルだが、いくつかの特徴的な点を説明したい。

投資その他の資産：投資有価証券

投資有価証券は、業務上の関係を有する企業の株式で占められている。取得原価との差異が拡大しており、純資産におけるその他有価証券評価差額金（2014年9月期756百万円）、固定負債における繰延税金負債（同383百万円。

固定資産との相殺（62百万円）前445百万円中、その他有価証券評価差額金にかかる部分は419百万円）が、これを反映して増加している。

投資有価証券

（百万円）		貸借対照表計上額	取得原価	差額
FY09/13	投資有価証券	825	65	760
	非上場株式	163		
FY09/14	投資有価証券	1,223	65	1,158
	非上場株式	436		

出所：会社資料よりSR作成

流動負債：ポイント引当金

ポイント引当金はメディア事業の、「ECナビ」及び「PeX」等の自社メディアで発行したポイントに対する引当金を表す。ECナビポイントは、獲得月から1年を過ぎた時点で3ヶ月ごとに有効期限を迎え、古いポイントから失効し、2015年9月期第1四半期の失効ポイントは20百万円強であった。PeXポイントは、最終ログイン日またはポイント交換日から12ヶ月以上した場合に失効し、2015年9月期第1四半期の失効ポイントは38百万円強であった。

IFRS（国際財務報告基準）ではポイントを伴った商品販売は、商品の売上高とポイント部分の繰延収益とに分けられるため、ポイント引当金は発生しない（ポイント部分の繰延収益は前受金として計上される）。また、商品の売上高とポイント部分との按分方法は複数存在する。

資産除去債務

同社オフィスにかかる現状復帰費用（見込み）。有形固定資産（2014年9月期194百万円）と比較すると資産除去債務（同51百万円）が多く見えるが、これはオフィスを賃貸しているため。

有利子負債

同社の有利子負債残高は2014年9月末で393百万円、内短期借入金が100百万円、長期借入金が293百万円。長期借入金については、2015年9月期の返済予定が210百万円、残りについても2017年5月までに返済予定である（2016年9月期50百万円、2017年9月期33百万円）。ネットキャッシュの状況は少なくとも2012年9月期より続いている。

	FY09/13	FY09/14				FY09/15			FY09/14 前Q比増減			FY09/15		
（百万円）	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
現預金	**2,843**	**2,524**	**3,275**	**3,944**	**5,085**	**4,686**	**5,191**		**-319**	**751**	**668**	**1,141**	**-399**	**505**
有利子負債	**951**	**875**	**810**	**751**	**393**	**337**	**276**		**-76**	**-66**	**-58**	**-358**	**-56**	**-61**
短期有利子負債	400	400	400	400	100	100	100		0	0	0	-300	0	0
長期有利子負債	551	475	410	351	293	237	176		-76	-66	-58	-58	-56	-61
1年超	293	239	176	121	83	71	58		-54	-63	-56	-38	-13	-13
1年以内	258	236	233	231	210	167	118		-22	-3	-3	-21	-43	-49
ネットキャッシュ	**1,892**	**1,649**	**2,466**	**3,192**	**4,692**	**4,349**	**4,914**		**-243**	**817**	**727**	**1,500**	**-343**	**566**

出所：会社資料よりSR作成

キャッシュフロー計算書

（百万円）	FY09/12	FY09/13	FY09/14
営業活動によるキャッシュフロー			
税金等調整前当期純利益	-17	510	1,880
減価償却費	129	140	164
暖簾償却額	11	12	7
ポイント引当金の増減額	234	340	293
売上債権の増減額	-4	-276	-384
棚卸資産の増減額	-75	-297	-24
仕入債務の増減額	20	28	177
未払消費税等の増減額			
その他	-9	149	271
小計	**289**	**605**	**2,384**
利息及び配当金の受取額	10	10	11
利息の支払額	-4	-5	-5
法人税等の支払額	-341	42	-264
営業活動によるキャッシュフロー	**-46**	**653**	**2,126**
投資活動によるキャッシュフロー			
定期預金による増減額	3	1,402	100
投資有価証券による増減額	-16	-34	-24
有形固定資産の取得による支出	-121	-69	-87
無形固定資産の取得による支出	-60	-151	-99
関係会社株式の取得による支出	-	-43	-241
その他	26	25	0
投資活動によるキャッシュフロー	**-168**	**1,129**	**-350**
財務活動によるキャッシュフロー			
短期借入金の増減額	-	400	-300
長期借入金の増減額	98	-32	-258
株式発行による収入	-	-	1,088
自己株式の取得による支出	-	-1,188	-
自己株式の処分による収入	100	72	-
その他	-	2	50
財務活動によるキャッシュフロー	**198**	**-746**	**579**
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	1	3
現金及び現金同等物の増減額	-15	1,038	2,358
連結の範囲の変更に伴う現金及び現金同等物の増減額	-	4	-16
現金及び現金同等物の期首残高	1,716	1,701	2,743
現金及び現金同等物の期末残高	**1,701**	**2,743**	**5,085**

出所：会社資料よりSR作成

その他の情報

沿革

1999年	10月	東京都渋谷区神泉町において、資本金14百万円で株式会社アクシブドットコムを設立
	11月	懸賞情報サイト「MyID」のサービスを開始
2001年	9月	株式会社サイバーエージェントの連結対象子会社となる
2002年	9月	東京都渋谷区南平台町に本社移転
2004年	7月	「MyID」をリニューアルし、価格ヒカクサイト「ECナビ」のサービスを開始
2005年	10月	商号を「株式会社ECナビ」へ変更するとともに、東京都渋谷区神泉町に本社移転
	11月	アンケートモニターサイト「リサーチパネル」を運営する子会社としいて株式会社リサーチパネルを設立
2006年	4月	株式会社リサーチパネルの株式の40%を株式会社クロス・マーケティングが取得し資本提携
2007年	1月	ポイント交換サイト「PeX」を運営する子会社として株式会社PeX（現、株式会社VOYAGE MARKETING）を設立
2008年	6月	検索連動型広告の導入支援事業を運営する子会社として株式会社adingoを設立
2010年	10月	株式会社adingoがインターネットメディアの広告主植木最大化を支援するSSP「Fluct」のサービスを開始
2011年	4月	モバイル・スマートフォン向け広告事業を運営する子会社として株式会社Zucksを設立
	10月	商号を「株式会社VOYAGE GROUP」へ変更
2012年	6月	ポラリス第二号投資事業有限責任組合が株式会社サイバーエージェントより同社株式を取得し、株式会社サイバーエージェントの連結対象子会社から外れる
2013年	3月	「ECナビ」を価格比較サイトからポイントサイトへ転換
2014年	7月	東京証券取引所マザーズに株式を上場

出所：会社資料よりSR作成

ニュース＆トピックス

2015年6月

2015年6月11日、同社は、ログリー株式会社及び株式会社メディア・ヴァーグの第三者割当増資の引き受け、持分法適用関連会社化することを発表した。

出資比率

ログリー社へは既に6.94%の株式を保有しており、今回の第三者割当増資引受で出資比率は22.57%となる。今回の取得価額は300百万円を予定している。メディア・ヴァーグ社とは出資関係はなく、今回の出資比率は20.03%、取得価額は50百万円を予定。第三者割当増資引受実行日はともに2015年6月30日を予定している。また、同社連結子会社adingoの土井健取締役がメディア・ヴァーグ社の取締役となる予定である。

増資引受の理由について

同社は増費引受の理由について、1）ログリー社を持分法適用関連会社化することで、協業関係を更に強固なものとし、事業領域をこれまでのSSPに加えて、ネイティブ広告やDSPといった領域への事業拡大に取り組むとしており、また、2）メディア・ヴァーグ社との協業関係を更に強固なものとし、両社の持つノウハウを活用した良質な新規コンテンツメディアの開発等、新たな取組を進めていく、としている。

SR社では、アドテクノロジー事業及びメディア事業における成長戦略に沿った増資引受及び持分法適用関連会社化であるとみている。

また、同社では2015年9月期業績への影響について、現時点では軽微であると見込むものの、中長期的な業績の向上に繋がるものと考えているとコメントしている。

ログリー社：2006年５月に創業し、自然言語処理や機械学習といったデータ解析技術に強みを有したテクノロジー企業として、アドテクノロジー業界でも先駆けとなるネイティブ広告（注）プラットフォームの「logly lift」や、広告主の広告効果最大化を支援するプラットフォームであるDSP（Demand Side Platform）の「logly DSP」等を提供している。同社は、連結子会社でインターネット関連のスタートアップ企業への投資や支援を行うVOYAGE VENTURES社を通じて、2011年8月にログリーの株式を取得し、同社取締役（連結子会社adingo代表取締役）の古谷和幸を派遣し、主にアドテクノロジー事業における協業関係を構築することで、両社の事業の拡大に取り組んでいた。

注：ネイティブ広告とは、メディアが編集する記事・コンテンツの形式と、デザイン、内容、フォーマットが一体化しており、ユーザの情報利用体験を妨げない広告。従来のディスプレイ広告とは異なり、出力フォーマットが統一されていないため、アドエクスチェンジ化は難しいとされていた。これは、ネイティブ広告が媒体デザイン（トーン＆マナー）と機能に合った広告掲載を重視することによる。ログリー社は、2012年10月より国内でいち早く媒体の掲載面ごとにデザインとコンテキストを最適化配信するネイティブ広告システムを構築・運用してきた実績から、自社以外の広告事業者に対してメディアパートナーの在庫を提供することを可能にした。

メディア・ヴァーグ社：2011年４月に創業し、大手ニュースメディアや記者とのネットワークやオリジナル記事の制作力に強みを持った企業として、自社メディアである交通インフラにまつわるコンテンツメディア「乗りものニュース」の運営に加え、野球・MLBの総合コラムサイト「フルカウント」やサッカー専門のネットメディア「フットボールチャンネル」といった他社との協業メディアの運営を行っている。同社は、アドテクノロジー事業のサービス提供を通じた広告収益最大化の支援を行っており、良好な協業関係を構築してきたとしている。

2015年4月

2015年4月22日、同社は、Kauli株式会社の株式取得について発表した。

2015年4月9日、同社は、メディア事業の今後の更なる事業拡大を図るため、株式会社ドゥ・ハウスとの資本業務提携を発表した。また、同日、コミットメントライン契約（借入極度額15億円）及び当座貸越契約（同25億円）総額40億円を銀行との間で締結（契約期間は1年間）したことを発表した。

ドゥ・ハウスについて

ドゥ・ハウスは、「モラタメ」、「テンタメ」といったサンプリング事業や店頭プロモーション事業等を展開している。2014年9月期の売上高は2,214百万円、主な外部株主はインプレスホールディングス（東証9479）、トランスコスモス（東証9715）、博報堂（東証2433博報堂DYホールディングス100%子会社）、三菱商事（東証8058）。取引先はメーカー・小売業・金融機関・公共サービスほか500社、受託プロジェクト本数は年間約2,500本。また、設立は1980年、資本金427百万円（資本準備金含めて676百万円）、2015年4月時点の従業員数は110名（社員数は93名）である。

資本業務提携の内容

同社は、ドゥ・ハウスの既存株主から発行済株式総数の22.32%にあたる株式（総額226百万円）を4月10日に取得する予定である。資本業務提携に伴い、同社からドゥ・ハウスへ取締役1名を派遣することで合意している。

同社メディア事業における710万人のユーザ基盤を、ドゥ・ハウスの提供する「モラタメ」「テンタメ」等の企業向けプロモーションサービスにおいて活用することによる相乗効果を追及するとともに、ドゥ・ハウスが有するナショナルブランドメーカーを中心とした直接販売チャネルを活用した、新規メディアや商材の開発等の施策を進めていくとしている。

コミットメントライン契約及び当座貸越契約締結について

同社では、今後の更なる持続的な成長・発展を遂げるべく、既存事業の拡大や新規事業の開発に加え、M&Aの検

討等の非連続的な成長へ向けた取組みを進めている。今回のコミットメントライン契約及び当座貸越契約締結によって、これら事業展開での資金需要に伴う手元資金の一時的な減少を防ぎ、経営の安定化と機動的な資金調達が可能になるとしている。

2015年4月6日、同社は、アドテクノロジー事業の主要連結子会社であるadingo社（出資比率100%）が、Google社が運営するアドエクスチェンジ「DoubleClick Ad Exchange」の取扱を同日に開始したことを発表した。

「DoubleClick Ad Exchange」取扱による同社業績への関わり

「DoubleClick Ad Exchange」をプレミアムな媒体社（メディア）に提供することで、媒体主側は広告枠の優先取引やプライベートオークションなどを利用した収益性の向上や、透明性の高い広告管理が可能となり、また、導入にあたってはadingo社の専属コンサルタントが運用まで支援する。同社の主力事業であるアドテクノロジー事業を成長させるために、一つの戦略ピースが加わったものとSR社では理解している。

取扱の背景

「DoubleClick Ad Exchange」の取扱開始にあたっては、adingo社のSSP「Fluct」や、Google AdSense認定パートナーとして「Google AdSense」を活用し、6,000以上のメディアの広告収益最大化を行ってきた実績が評価されたものと同社では捉えている。

アドエクスチェンジ及び「DoubleClick Ad Exchange」について

アドエクスチェンジは、複数のメディアやアドネットワークを横断した入札・購入の仕組みのこと。Google社の「DoubleClick Ad Exchange」は、オンラインディスプレイ広告の在庫を管理するためのプラットフォームで、現在は限られたプレミアムなメディアを対象にサービスを提供している。

「DoubleClick Ad Exchange」の特長としては、1）収益管理プラットフォームを利用することで、複数のネットワークを管理し、全てのインプレッションで最大の収益を上げることが可能になる、2）高い柔軟性を保持しており、広告枠を匿名ベースとブランドベースのどちらで提供するか、どの広告フォーマットの掲載を許可するか、ユーザー行動などのデータの収集をバイヤーに許可するか等を指定できる、といった点があげられる。

トップマネジメント及び社外取締役

同社役員は取締役6名（うち社外取締役1名）、監査役3名（うち社外監査役3名、常勤1名）で構成され、定時取締役会及び定時監査役会は月に１回開催されている。また、同社では代表取締役社長、社長が指名する取締役及び管理職が参加者となる「経営会議」を設置しており、週に１回開催されている。「経営会議」は、社長から各担当役員及び担当部長への諮問機関として機能しており、取締役会決議事項の事前審議、全社方針の策定、その他事業課題の共有並びに解決策の検討などが行われている。

代表取締役社長兼CEO：宇佐美進典（1972年10月12日生）

早稲田大学を1996年に卒業、同年トーマツコンサルティング（現、デロイトトーマツコンサルティング）に入社し、金融機関向けの業務改善及びシステムコンサルティングに携わる。入社当時から将来起業したいという想いを抱いており、1998年にソフトウェアベンチャーへの転職や米Comdex（1979年から2003年まで米ラスベガスで開催されていたコンピュータ関連の展示会、CeBITに次ぐ規模であった）での経験を活かし、1999年に情報処理推進機構より1億円の助成金を得て求人広告の検索エンジンを開発する企業を設立した。

そして、1999年にアクシブドットコムを設立し取締役COOに就任、2002年に代表取締役CEOに就任し現在に至る。

また、2005年から2010年までサイバーエージェントの技術部門管掌の取締役を兼任していた。

社外取締役：齋藤太郎（1972年11月24日生）

1994年に電通に入社、2005年に株式会社dofを設立し取締役に就任、2009年にdofの代表取締役社長に就任（現任）した。また、2012年には株式会社オーシャナイズ取締役に就任（現任）、同年ホワイトフード株式会社取締役にも就任（現任）している。そして、2014年12月に同社取締役に就任した。

配当方針

同社では、当面は経営基盤の強化及び積極的な事業展開のために内部留保の充実を図り、財務体質の強化と事業拡大のための投資に充当していくことが株主に対する最大の利益還元に繋がると考えている。

しかしながら、株主への利益還元を重要な経営課題の一つとして認識しており、将来的には配当を含めた株主への利益還元策を強化していくという方針を持っている。

（百万円）		FY09/09 単体	FY09/10 単体	FY09/11 単体	FY09/12 連結	FY09/13 連結	FY09/14 連結	FY09/15 会予
一株あたり配当金	（円）		-	-	-	-	-	-
配当総額	a)		-	-	-	-	-	-
自己株式取得総額	b)	28				1,188	-	-
株主還元総額	c) = a) + b)	28	-	-	-	1,188	-	-
当期純利益	d)	30	75	179	-152	310	1,114	1,700
配当性向	a) / d)	-	-	-	-	-	-	-
株主還元性向	c) / d)	90.8%	-	-	-	383.7%	-	-
自己資本	f)	1,487	1,573	1,914	2,168	1,626	4,161	-
DOE	a) / f)	-	-	-	-	-	-	-

出所：会社資料よりSR作成

大株主（2014年9月末時点）

氏名又は名称	所有株式数（千株）	割合
宇佐美 進典	1,539	13.9%
ポラリス第二号投資事業有限責任組合 無限責任組合員 ポラリス・キャピタル・グループ（株）	1,102	10.0%
VOYAGE GROUP 社員持株会	839	7.6%
日本トラスティ・サービス信託銀行（株）（信託口）	694	6.3%
（株）サイバーエージェント	553	5.0%
小手川 隆	508	4.6%
永岡 英則	394	3.6%
（株）SBI証券	340	3.1%
日本マスタートラスト信託銀行	243	2.2%
野村證券（株）常任代理人（株）三井住友銀行	214	1.9%
発行済株式数	11,058	100.0%

出所：会社資料よりSR作成
注：ポラリス・キャピタル・グループの所有株式数は2015年2月6日現在、11,059.1千株（保有比率6.98%）まで減少している

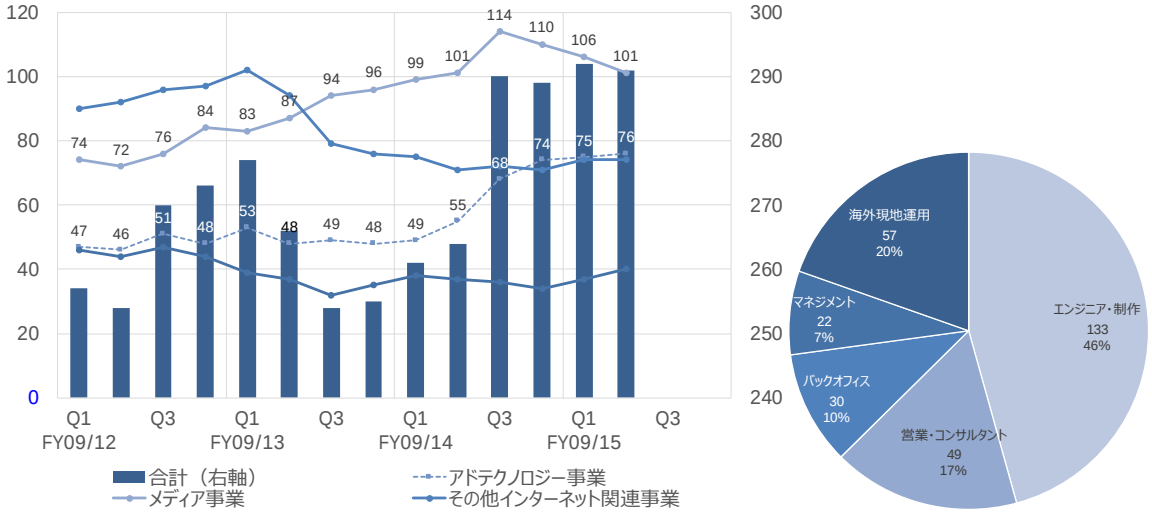
主なグループ会社（2015年1月末時点）

	子会社	出資比率	設立	主な事業など
アドテク	adingo（アディンゴ）	100.0%	2008年06月	SSP「Fluct」
	Zucks	100.0%	2011年04月	アドネットワーク「Zucks Ad Network」、リワード広告「Zucks Affiliate」
	SAICRAFT	100.0%	2014年11月	スマートフォン上で、国内及び海外の人気キャラクターの収益化支援事業を展開
	intelish	51.0%	2015年02月	プレミアムな広告枠を中心としたプライベートマーケットプレイスの企画、開発、運営
メディア	VOYAGE MARKETING	100.0%	2007年01月	ポイント交換サイト「PeX」、ポイントソリューション
	リサーチパネル	60.0%	2005年11月	アンケートモニターサイト「リサーチパネル」
	メルメディア	65.0%	2014年12月	「朝時間.jp」などコンテンツメディアの企画・運営
その他	Research Panel Asia Inc	100.0%	2009年10月	グローバルのオンラインリサーチ事業
	ソーシャランド	100.0%	2012年04月	ソーシャルメディアを利用したマーケティング活動など
	サポーターズ	100.0%	2012年04月	新卒採用支援事業
	VOYAGE VENTURES	100.0%	2011年03月	ベンチャー企業支援
	関連会社	**出資比率**	**出資月**	**主な事業など**
持分法会社	マーケティングアプリケーションズ	20.9%	2013年12月	市場調査、データ集計・レポート作成等マーケティング関連アプリケーションの提供
	ドゥ・ハウス	22.3%	2015年04月	サンプリングマーケティング事業

出所：会社資料よりSR作成

従業員数（2014年12月末時点）

	FY09/12				FY09/13				FY09/14				FY09/15			
（人）	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
アドテクノロジー事業	47	46	51	48	53	48	49	48	49	55	68	74	75	76		
メディア事業	74	72	76	84	83	87	94	96	99	101	114	110	106	101		
その他インターネット関連事業	90	92	96	97	102	94	79	76	75	71	72	71	74	74		
共通部門	46	44	47	44	39	37	32	35	38	37	36	34	37	40		
合計（右軸）	**257**	**254**	**270**	**273**	**277**	**266**	**254**	**255**	**261**	**264**	**290**	**289**	**292**	**291**		
前四半期比		-3	16	3	4	-11	-12	1	6	3	26	-1	3	-1		
前年同期比					8%	5%	-6%	-7%	-6%	-1%	14%	13%	12%	10%		



出所：会社資料よりSR作成

企業概要

企業正式名称	本社所在地
株式会社VOYAGE GROUP 英訳名：VOYAGE GROUP, Inc.	東京都渋谷区神泉町8番16号 渋谷ファーストプレイス8階
代表電話番号	**上場市場**
03-5459-1166	東証一部
設立年月日	**上場年月日**
1999年10月8日	2014年7月2日東証マザーズ、2015年9月8日東証1部
HP	**決算月**
http://voyagegroup.com/	9月
IRコンタクト	**IRページ**
https://contact.voyagegroup.com/ir/	https://voyagegroup.com/ir/
IRメール	**IR電話**
ir@voyagegroup.info	03-5459-4226

株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。SR社の現在のレポートカバレッジは以下の通りです。

株式会社アイスタイル
あい ホールディングス株式会社
株式会社アクセル
アクリーティブ株式会社
アズビル株式会社
アズワン株式会社
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アパマンショップホールディングス
アンジェスMG株式会社
アンリツ株式会社
アートスパークホールディングス株式会社
株式会社イエローハット
イオンディライト株式会社
株式会社伊藤園
伊藤忠エネクス株式会社
株式会社インテリジェント ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社イード
株式会社Aiming
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
亀田製菓株式会社
株式会社ガリバーインターナショナル
カルナバイオサイエンス株式会社
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
グランディハウス株式会社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
株式会社ココカラファイン
コムシスホールディングス株式会社
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
株式会社ザッパラス
シップヘルスケアホールディングス株式会社
シンバイオ製薬株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
Jトラスト株式会社
株式会社じげん
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
GCAサヴィアン株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー·ディー·マトリックス
ソースネクスト株式会社
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社ダイセキ
株式会社チヨダ
株式会社ティア
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドンキホーテホールディングス
内外トランスライン株式会社
長瀬産業株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日清紡ホールディングス株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
伯東株式会社
株式会社ハーツユナイテッドグループ
株式会社ハピネット
ビジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
株式会社VOYAGE GROUP
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社マネースクウェアHD
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
株式会社ラック
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を受託するよう各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ／Shared Research.inc
東京都文京区千駄木3-31-12
http://www.sharedresearch.jp
TEL：(03)5834-8787
Email: info@sharedresearch.jp